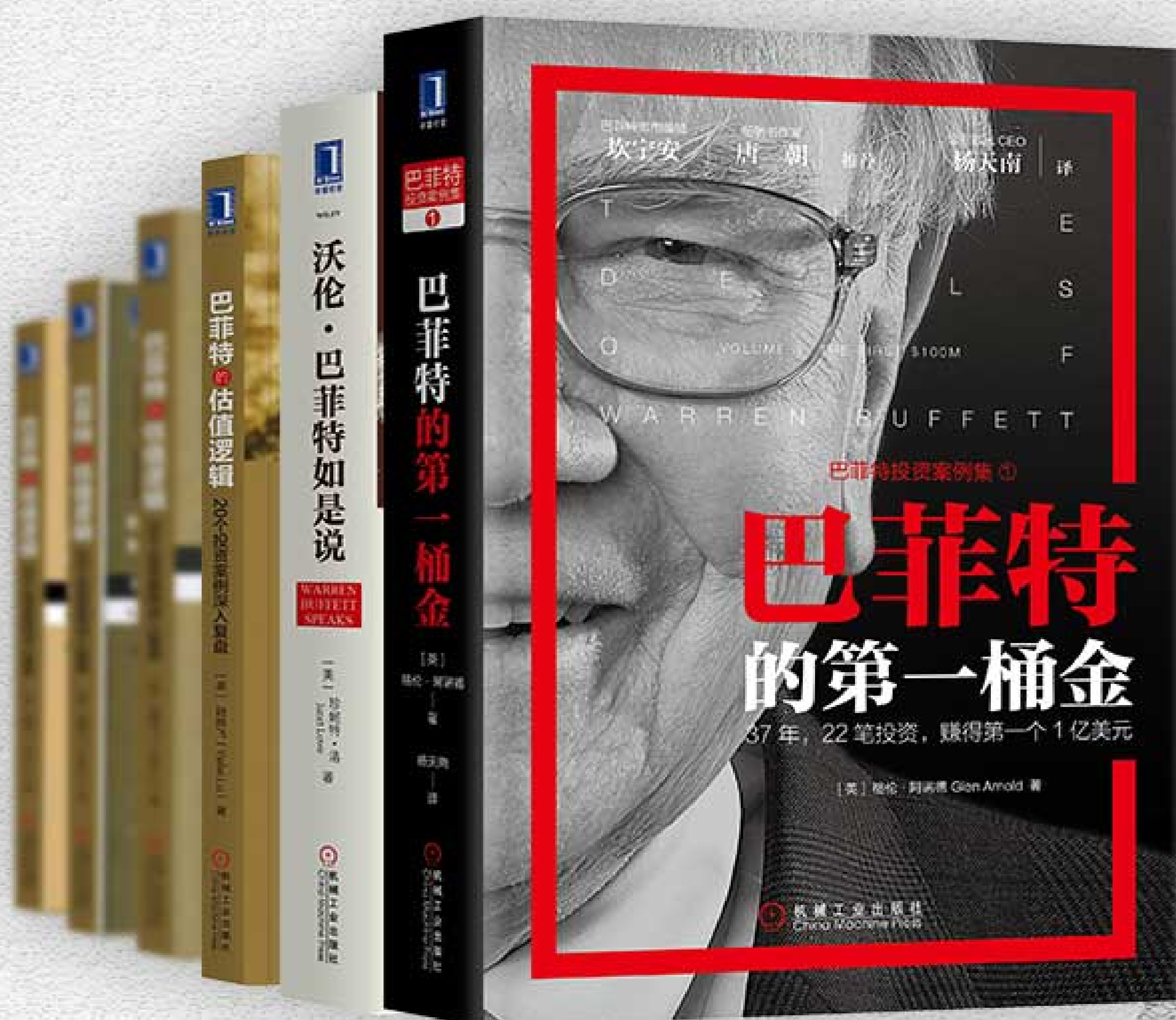
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的投资理财课

纵览巴菲特的投资生涯学习股神的理财之道

（全4册）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的投资理财课（纵览巴菲特的投资生涯，学习股神的理财之道）全4册

（英）格伦·阿诺德（Glen Arnold）　（美）珍妮特·洛（Janet Lowe）　（美）陆晔飞　（美）Lawrence Cunningham　著

套装书纸版由机械工业出版社出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司，北京奥维博世图书发行有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方网址：www.hzmedia.com.cn

新浪微博 @华章数媒

微信公众号 华章电子书（微信号：hzebook）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

巴菲特的第一桶金
沃伦·巴菲特如是说
巴菲特的估值逻辑：20个投资案例深入复盘
向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特投资案例集

巴菲特的第一桶金

The Deals of Warren Buffett, Volume 1: The First $100M

（英）格伦·阿诺德（Glen Arnold）　著

杨天南　译

ISBN：978-7-111-64043-1

本书纸版由机械工业出版社于2019年出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司，北京奥维博世图书发行有限公司）在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方网址：www.hzmedia.com.cn

新浪微博 @华章数媒

微信公众号 华章电子书（微信号：hzebook）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

译者序　巴菲特“资金超越主意”的分水岭
推荐序　研究巴菲特的新篇章
序言　伟大的投资者也会犯错
导言　48岁赚得1亿美元
第一部分　人物与情景
　沃伦·巴菲特的故事
　　青年时代与合伙企业
　　伯克希尔-哈撒韦进入视野
　　跟本杰明·格雷厄姆学投资
　　巴菲特向格雷厄姆学到的其他理念
第二部分　投资案例
　案例1　城市服务（Cities　Services）
　　孩童时代
　　第一只股票
　　大学时光
　　像投机者一样追逐股票
　案例2　盖可保险（Geico）
　　盖可保险的历史
　　周六，巴菲特来敲门
　案例3&4　克利夫兰精纺厂和加油站（Cleveland　Worsted　Mills　And　a　Gas　Station）
　　投资
　　失败案例1：克利夫兰精纺厂
　　净流动资产价值投资法
　　失败案例2：加油站
　　保持与格雷厄姆的联系
　案例5　洛克伍德公司（Rockwood&Co.）
　　洛克伍德公司
　　巴菲特的困扰
　　结局
　案例6　桑伯恩地图公司（Sanborn　Maps）
　　巴菲特合伙公司取费模式及其表现
　　桑伯恩地图公司
　　巴菲特不但买了，而且需要控制甚至改变公司
　案例7　邓普斯特农机制造公司（Dempster　Mill）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

邓普斯特农机制造公司
邓普斯特公司的麻烦
查理·芒格
起死回生
实现投资回报
案例8　美国运通（American　Express）
重要的变化
美国运通
巴菲特出手
案例9　迪士尼（Disney）
巴菲特的行动
巴菲特的逻辑——费雪和芒格的因素多于格雷厄姆
案例10　伯克希尔-哈撒韦（Berkshire　Hathaway）
伯克希尔
1955年之后的下滑
巴菲特一个“里程碑式的愚蠢”决定
决定性的回购
伯克希尔-哈撒韦：一个老板、一个总裁和一个不赚钱的生意
最初的两年
案例11　国民赔偿保险公司（National　Indemnity　Insurance）
杰克·林沃尔特
1967年的国民赔偿保险公司
收购国民赔偿保险公司
1967年2月
巴菲特接手国民赔偿保险公司
一个律己保险商的肖像
严重的失策
案例12　霍希尔德-科恩公司（Hochschild-Kohn）
霍希尔德-科恩公司
结果如何
学到了什么
案例13　联合棉纺公司（Associated　Cotton　Shops）
联合棉纺公司的生意
交易
后来
案例14　投资人关系（Investing　In　Relationships）
狂野年代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特不是普通的基金经理人
1967年的挫折与困惑
巴菲特的困惑
应该怎么办
误导投资人的短期绩效指标
转向拥抱品质（但并未放弃定量分析）
不因对合伙人的承诺而改变信念
个人动力
再次表现超群
终结合伙公司？
解决方案
案例15 伊利诺伊国民银行信托公司（Illinois National Bank And Trust）
一家赚钱的小银行
交易
伊利诺伊国民银行的愉快之旅
你打算如何拥有这家银行
但是，必须与伊利诺伊国民银行分手
巴菲特的赞美
案例16 《奥马哈太阳报》（Omaha Sun Newspapers）
巴菲特的态度
投机游戏
《奥马哈太阳报》
赢得普利策新闻大奖
案例17 更多保险公司（More Insurance）
伯克希尔-哈撒韦变身为控股公司王国
更多公司汇聚旗下
资本使用
案例18 巴菲特合伙公司的终结（Buffett’s Investment In Sanity）
没有股票可买
低成本运营
巴菲特决定退休
合伙公司解散后合伙人资金的去向
推荐比尔·鲁安接手资金管理
巴菲特合伙公司的终结
案例19 蓝筹印花公司（Blue Chip Stamps）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

印花业务
为何蓝筹印花公司的股票便宜
巴菲特运用蓝筹印花公司资金的案例
案例20　喜诗糖果（See’s　Candies）
日常工作
赚钱机器
巴菲特在1970年持有的三只潜力股
你会在1970年投资伯克希尔-哈撒韦吗
喜诗糖果
收购喜诗
收购之后
特许经营权
扩张的尝试
定价权
是什么成就了好企业
喜诗糖果的经济商誉
案例21　《华盛顿邮报》（Washington　Post）
漂亮50
在非理性年代，巴菲特没有虚度光阴
举债投资《华盛顿邮报》
巴菲特对于邮报价值的判断
交易
收购之后
我们擅长有米之炊
《华盛顿邮报》对伯克希尔的贡献
巴菲特在《华盛顿邮报》公司贡献的管理才能
注定发生的事
唐纳德·格雷厄姆：第二位关键人
经营特许权的丧失
巴菲特对于他最为伟大的投资案例的思考，以及对学院派及其追随者的嘲讽
投资组合的周转率
案例22　韦斯科金融公司（Wesco　Financial）
韦斯科的生意
芒格和巴菲特的兴趣
一个糟糕的出价
沃伦·巴菲特接手韦斯科金融公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

韦斯科早期的奋斗
转型开始
韦斯科的保险业务
迷你型企业集团
大整合　伯克希尔-哈撒韦帝国
附录　案例总结
注释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

译者序　巴菲特“资金超越主意”的分水岭

此刻的金秋，我坐在桂香四溢的西湖边写这篇译者序。

这本《巴菲特的第一桶金》是我翻译的第五本财经投资书籍，尽管有关巴菲特的书已是汗牛充栋，但对于有兴趣了解早期巴菲特投资人生的读者而言，本书仍是开卷有益的。

今年已89岁的巴菲特，实际上他的名气大幅飙升大约发生在65岁以后，所以近一二十年以来，每当他做出重大投资，例如IBM、苹果、美国银行等投资案例，各种细节都会被媒体挖掘的纤毫毕现、展露无遗，令大家耳熟能详。但对于他早期的投资案例，却记录不多，大众知之甚少，原因也很简单——当年有谁知道这个文质彬彬的年轻人将来能成大事呢？

如今巴菲特依旧宝刀未老，年复一年地为伯克希尔的股东们创造着数以百亿计美元的价值（注：2019年上半年伯克希尔-哈撒韦公司净利润为359亿美元）。只是，动辄数十亿美元、数百亿美元的投资大手笔，让普通人看来只能是望洋兴叹，心中暗自慨叹：“没那么多钱啊！”

《巴菲特的第一桶金》可以在一定程度上弥补这种缺憾，因为本书向我们展示了巴菲特从年轻时代开始，如何从几千、几万、十几万、几十万、一百万、几百万……一步一步，直至买下伯克希尔建立一个投资帝国的历程。从1962年他以7.5美元/股买入伯克希尔起，到如今股价31万美元，可谓“合抱之木，生于毫末；九层之台，起于垒土”。

这本书实际上是“巴菲特投资案例集”系列丛书的第一卷（共4卷）。作者本人是一个巴菲特迷，做到金融学终身教授之后，又投身于投资行业，有感于巴菲特一生有太多精彩纷呈的案例值得深入解读，一本书难以穷尽，所以需要一套系列书来进行这项工程，本书是该系列书的第一本。由此看来，未来三年我的翻译这项“业余”工作已是板上钉钉、责无旁贷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本书止于巴菲特积累财富的一个里程碑节点——赚得人生中第一个1亿美元，这一年是1978年，巴菲特48岁，伯克希尔股价跨越200美元。

这部“巴菲特投资案例集”最大的特点，在于全部收录了巴菲特投资生涯中的所有案例。在丛书第一卷，也就是本书中，既有大家熟知的喜诗糖果、美国运通、《华盛顿邮报》等案例，也有较少关注的邓普斯特、洛克伍德、霍希尔德-科恩等公司案例，作者还在每个案例的结尾专门总结出该章节的学习要点以供参考。

日前引人注目的新闻之一是，巴菲特公司一个持股超过20年的机构投资者卖出了伯克希尔股票，该基金负责人指出巴菲特过去十年表现不佳（2009～2019年，伯克希尔股价上涨323%，而同期标普500指数上涨334%），对其手握巨资、坐失良机、回购不足、跑输大盘，表示不满。

当前伯克希尔市值约为5100亿美元，根据2019年中期财报显示，公司持有现金达到1220亿美元，而这一数据在2016年一季度时，还只有583亿美元。近年，伯克希尔手中积累的现金数量越来越惊人，引起越来越多的关注与热议，有人推测这是巴菲特不看好后市，也有人认为巴菲特是廉颇老矣。

对于这种现象，用巴菲特自己多年前的话讲就是：“我年轻的时候是主意比资金多，现在是资金比主意多。” 从“主意多过资金”到“资金多过主意”，这个分水岭发生在什么时候呢？新书《巴菲特的第一桶金》刚好可以回答这个问题。

1969年在结束合伙公司时，巴菲特给所有投资人两个选择：取回现金，或转为伯克希尔股票。以事后诸葛亮式的聪明来看，当然是选择伯克希尔股票，但回到当初看，伯克希尔所拥有的就是一堆日渐衰败的纺织业务、一家小镇上的小型保险公司、一家小银行、一家小型报纸以及一两个小型企业。总之，当年的巴菲特手中并非一手好牌，这再次印证了我们多次提到的观点：事后都易，当下最难。

绝大多数人终其一生追求幸福的努力过程，就是将一手不够好的牌渐渐换成一手好牌的过程。 巴菲特为我们树立了一个以身作则的好榜样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人们都知道巴菲特解散合伙公司的原因是股市过热。实际上，这仅仅是外在原因，内在原因是当时巴菲特合伙公司掌控的资金已达到1亿美元之巨，越来越难以为这么多资金找到合适的投资对象。

也就是说，在解散合伙公司、拿回属于自己的2650万美元时，巴菲特向世人发出了一个响亮的声音：“从现在起，我不再需要任何其他人的钱了！”

1969年，是巴菲特“资金超越主意”的分水岭。

杨天南

写于西湖曲院风荷之莲遇

2019年10月18日

特别致谢：

感谢老友唐朝为本书多处提出宝贵完善意见，老唐以“投资史学家”的角度，凭借其博览群书的深厚功底、认真负责的严谨态度，为本书的信息准确起到了精益求精的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

推荐序 研究巴菲特的新篇章

我研究伯克希尔-哈撒韦公司已有超过20年的时间，在这期间，我亲眼见证了伯克希尔的发展壮大，见证了她从一个仅在某个领域颇具名声的公司，成长为一个具有强大吸引力的磁场，吸引着全球数以百万的追随者。如今，作为引人瞩目的投资理念与企业哲学的布道者，伯克希尔在理性资本配置和公司结构方面，已经成功构建了一个令人骄傲的完整生态系统。无论是投资者、企业高管，还是学者，大家都在这个生态系统中投入了自己的努力，无论是投资、运营公司，还是撰写文章、出版图书、会议研讨，大家的共同努力令这个领域硕果累累，欣欣向荣。

1996年，我主持了有关巴菲特及其致伯克希尔股东信的研讨会，在那之后，这些内容被重新编排、出版，书名为《巴菲特致股东的信》。那个时候，巴菲特的知名度仅限于金融领域，虽然伯克希尔也有一群规模不小的忠实拥趸，但巴菲特这个名字还算不上家喻户晓。大约在这个时候，一些关于巴菲特的书籍开始出现，以罗伯特·哈格斯特朗关于投资的畅销书《巴菲特之道》为开端，罗杰·洛温斯坦撰写的人物传记继之。

在过去的20年中，巴菲特的名声与日俱增，伯克希尔也已成为企业界、投资界和教学界灵感的启发者和范本。巴菲特将价值投资这个概念从投资界的边缘拉回主流地位；他所偏爱的去中心化的自主管理模式渐渐为人们所追随；更别说，他将自己所有的财富，约750亿美元捐献给了慈善机构。如今，近4万人参加伯克希尔股东大会，我上面提到的三本书以及十几本关于巴菲特的其他书在世界各地畅销，在全世界的舞台上，巴菲特所享有的知名度和受到的尊崇无出其右。

这些有关巴菲特的图书涵盖的话题如此丰富，如同《巴菲特致股东的信》一样，包括会计、财务、政府、投资、并购、税务，以及估值。由于巴菲特的投资生涯跨越半个世纪，这些图书可以根据不同时期的投资进行划分：

- 早期的伯克希尔（直到1978年重新进行整合）。
- 伯克希尔在股市中的主要投资（1978～2000年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

•伯克希尔作为一个全资拥有各类公司的大型联合体（至今）。

巴菲特在这些方面的贡献，既有广度，又有深度。他领导伯克希尔跨越如此漫长的时间，吸引无数分析师和作家从各个角度和侧面分析他的工作和伯克希尔的运营实践。由于巴菲特和伯克希尔的故事依然在继续发展中，对于巴菲特和伯克希尔的观察者而言，他们可以较为便利地从巴菲特最新进行的投资决策和并购事件中进行学习。

有关巴菲特的图书数量惊人，这些图书讲述了伯克希尔和巴菲特早期的故事，对于我们而言获益匪浅。我近期出版的新书《超越巴菲特的伯克希尔》（Berkshire Beyond Buffett）就是这样一个例子。在回顾并认识到当初伯克希尔公司文化如何形成之后，我们可以笃定，即便巴菲特离去，伯克希尔公司依然可以将其公司文化传承下去。

格伦•阿诺德也在类似的方面做出了努力，在《巴菲特的第一桶金》中，他专注于巴菲特早期投资的经历。通过回顾巴菲特早期的投资案例，例如盖可保险和喜诗糖果，加之当代的解释，阿诺德教授呈现了有用的历史和清晰的投资分析，提供了从巴菲特的学生时代到大约1978年的伯克希尔的时代背景资料，以及丰富多彩的案例。

巴菲特最喜欢的一句格言，来自一位他喜爱的希腊哲学家乔治•桑塔亚纳，这位哲学家警告世人：“那些忘记过去的人，注定会重蹈覆辙。”在致股东的信中，他一而再，再而三地提出他的投资准则，并重点指出理性所在，以及推理或逻辑的错误所在。阿诺德教授的这本书萃取了股东信的精华，并以简明清晰的文笔进行了表达。

巴菲特曾说过，他希望作为老师被人铭记，而不是作为投资家、企业家或慈善家。通过本书，读者们可以感受到阿诺德教授的教师角色，因为他展现了大量情节丰富、引人入胜的场景，所有喜欢伯克希尔传奇的人都会在这本书中获得宝贵的知识。

劳伦斯•坎宁安

《巴菲特致股东的信》编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

序言　伟大的投资者也会犯错

本书内容

自1941年开始，11岁的巴菲特以120美元起步，这个世界上最伟大的投资家用了整整37年的时间，赚到了他人生中的第一个1亿美元。本书追踪了这37年间巴菲特所有的投资案例，并对每一个重要的投资案例背景进行了注解，充分展示了巴菲特在其投资生涯之初是如何积累财富的。

巴菲特在人生早期没有关于股票投资的概念，在选择企业所经历的成功和失败中，他逐渐发展形成了自己的投资哲学。本书讲述了巴菲特如何建立和完善他的投资体系，为今天的投资者提供了良好的参考素材。

一路走来，巴菲特并非一帆风顺，他也犯过很多错误。在相当长的时间里，胜利总是伴随着失败。当人们知道一个最终拥有亿万财富的人也会犯错，这或许是一种安慰，可以帮助我们面对自己遭受的挫折。

实际上，认为投资者必须在所有的时候都表现完美、永不犯错是最大的错误。从心理层面而言，投资者应该做好犯错以及遭受打击的准备，并坚信自己能够东山再起。每个人都应该牢记，我们能够从他人以及自己的错误中汲取教训，我认为，从巴菲特的失败案例中学习经验，没有比这更好的了。

本书专注于投资案例的分析，我没有写到巴菲特的私人生活。如果你希望看到的是自传体故事，这本书并不适合你。但是，如果你希望成为一个更成功的投资者，通过坚定执行投资准则赚到钱，那么你应该好好阅读本书。

本书目标

本书适合于那些渴望学习，或想要复习成功投资重要原则的投资者。在本书中，读者将通过一个又一个精彩纷呈的巴菲特投资案例来学习。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本书结构

本书将追随巴菲特的成长历程，直到他赚得人生中的第一个1亿美元。我们以巴菲特少年时期进行的第一次股票市场投资为起点，回顾22个投资案例。

本书的第二部分将对这些案例进行逐一分析。你可以根据自己的兴趣，挑选感兴趣的案例阅读，但是，按照我们的想法，我建议你按照时间顺序阅读，这样才能了解巴菲特投资思想体系发展形成的过程。这里记录的每一个案例都值得我们好好学习。

并非巴菲特在这37年中的每一个投资案例都会被描述，如果这样的话，这本书会过于冗长。为了避免这种情况，这里选择了那些对于巴菲特财富成长以及投资哲学形成最有影响力的案例进行分析。

在开始讲述系列投资案例之前，本书的第一部分介绍了相关的人物与情景，这对掌握后续内容十分重要。第一部分概述了后面涉及的投资案例。第二部分则探讨本杰明·格雷厄姆对于巴菲特投资哲学的影响。

关于常用缩写的说明：我会使用BPL这个字母缩写代表巴菲特合伙公司（Buffett Partnership Ltd.），这是巴菲特早期投资生涯中采用的投资合伙形式。在研究和写作中，我引用了大量巴菲特在合伙公司期间写给合伙人的信。这些信可以非常便利地在互联网上找到。此外，我还使用BH这个缩写代表伯克希尔-哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

导言　48岁赚得1亿美元

这本书缘起于四年前，那时，我做了一个重大决定，决定放下手中的其他工作，全力以赴投入股票市场投资，这意味着放弃我的终身教授头衔，放弃伦敦城里诱人的高薪教职。令人想不到的是，我竟然兜兜转转又回到写书的行当来了。

投资成为我新的全职工作，我认为有必要将投资分析的过程记录下来，所以写了一些简短的博客文章，放在一个免费网站上。我发现如果我必须将自己如何配置资本清晰地表达出来，而且需要公之于众，这种压力反而起到了某种激励作用。而且，我的记性不太好，因此，我也需要某种方法帮助我回忆起数月之前做出某些投资决策的原因。

之后不久，一家名为ADVFN的网站问我是否愿意撰写专栏，我接受了这个建议。在专栏中，有一系列文章是有关巴菲特投资案例的，最终这些文章就构成了今天这样一本书。

“为什么”写这本书

你或许认为有关巴菲特的书早已出版很多，已没有什么新鲜事可言，但当我阅读了这些作品之后，仍然有不满意的地方。很多作者写的都是巴菲特如何投资，赚了多少钱。但我想知道的是“为什么”，为什么巴菲特这样投资？巴菲特所选择的公司具有什么特质，让它们脱颖而出？是资产负债表上的数字吗？是盈利的历史吗？是公司的战略地位吗？还是公司高管的素质？我想知道答案的细节。从几乎一无所有到世界首富，巴菲特是如何一步步走过来的？这就是我想知道的。

对于巴菲特的每一次重大决策，我都是从“为什么”的角度出发，进行深度挖掘。在做这些工作时，我多方搜集信息进行调查研究。我更多地着眼于巴菲特所选公司的分析，而不是他的个人生活。关于巴菲特的个人生活，已经有很多细致的报道，所以，这本书里没有过多涉及。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特一生有很多关键的投资案例值得深入分析。这么多的精彩案例不能都挤在一本书中，所以需要一系列书来完善这项工程，本书是系列书的第一本。本书止于巴菲特积累财富的一个里程碑节点——第一个1亿美元，以及巴菲特将他的投资整合于一家公司——伯克希尔-哈撒韦公司，这一年是1978年，巴菲特48岁。

与巴菲特的渊源

多年以前，我就一直着眼于探究巴菲特的深刻理念。自然而然，顺理成章，我也成为伯克希尔-哈撒韦公司的股东，并定期前往奥马哈参加股东大会。

在奥马哈之行中，我最为津津乐道的趣闻轶事是：我促成了巴菲特捐款400亿美元。没错，就是我促成了这件事。你或许认为巴菲特是一个意志坚定、自有主见的人，不可能被一个来访的英国人改变。但是，我不这么看，我认为我是对的。

这件事发生在2006年，当时比尔·盖茨和巴菲特在一起。盖茨是巴菲特的密友，也是伯克希尔-哈撒韦的股东。我握着盖茨的手，感谢他和他夫人梅琳达以及他们基金会的善举，我的感激之情溢于言表，或许还有点儿过头。

然后，我转向站在盖茨身边的巴菲特，说：“感谢您为伯克希尔股东所做的一切。”不知道是出于什么原因，我的声音所表达出来的对巴菲特成就的激动之情，没有像对盖茨的那么多。

你相信吗？几周之后，巴菲特宣布要将自己的绝大部分财富捐给比尔&梅琳达·盖茨基金，在全世界范围内用于慈善目的。显然，巴菲特一定深思了一个英国人为何对盖茨基金会的印象超出了伯克希尔。这项捐赠，一定是他深思熟虑之后采取的行动。

这就是我的故事，我会铭记一辈子。

这里有巴菲特如何赚得人生中第一个1亿美元的故事，我希望你能喜欢这个故事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一部分　人物与情景

沃伦·巴菲特的故事

在开始本书之前，我想简要介绍一下这位世界上最伟大的投资家的故事，这可以为探讨接下来的投资案例打下良好的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

青年时代与合伙企业

1949年，年轻的巴菲特读到了本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》一书，随后选修了格雷厄姆在哥伦比亚大学的课程。1954～1956年，他作为证券分析师加入了格雷厄姆的公司工作。可以说，本杰明·格雷厄姆的投资理念奠定了巴菲特成功的基础。

在此期间，巴菲特除了在格雷厄姆这里学习之外，自己还做了一些出色的投资。例如21岁时，他短短数月时间从盖可保险股票上赚了48%（详见案例2）。24岁时，他抓住洛克伍德巧克力公司股票的投资机会大赚超过一倍，这为他不断扩充的资金，又增加了13000美元（详见案例5）。

格雷厄姆退休后，25岁的巴菲特返回家乡——内布拉斯加州的奥马哈。在那里，巴菲特和七位亲朋好友合资，成立了投资合伙公司，由巴菲特负责投资决策，合伙公司的启动资金为10.5万美元。

年复一年，合伙公司的投资回报远远超越股市大盘的表现，因为巴菲特总是能找到一个又一个便宜货，例如桑伯恩地图公司，其坐拥的净资产价值远远高于其股价——合伙人在这项投资上获得的回报超过50%，当时巴菲特29岁（详见案例6）。

越来越多的人知道了巴菲特的成功，也想找他管理投资，于是巴菲特又成立了新的合伙公司。他发现一些非常优秀的上市公司会因短期因素遭到华尔街的冷遇，例如美国运通公司（这只股票涨了三倍，详见案例8）、迪士尼公司（获利55%，详见案例9）。

从巴菲特成立合伙公司（1957年）到1968年年末，在这期间，道琼斯工业平均指数（DJIA，或简称道指）上涨了185.7%，而投给巴菲特的每一美元上涨了2610.6%。没错，如果在1957年投资1000美元，12年时间可以变成27106美元。扣除巴菲特的管理费后，一个从开始之初就跟随他的合伙人可以得到超过15000美元。相比之下，投资于道指的1000美元仅能得到2857美元。

图1-1显示了巴菲特合伙公司费前、费后的投资绩效，以及同期道指的表现。请注意，1962年巴菲特将几家合伙公司整合为一家巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

合伙公司（BPL），因此1957～1961年的绩效，是各个不同合伙公司的绩效整合得到的，它们各自的表现极为相近。

今天，巴菲特的伯克希尔已取得了更加令人惊叹的成就。在美国当今的上市公司中，伯克希尔-哈撒韦公司名列第四（仅次于苹果、谷歌和微软），总市值超过4000亿美元，每股价格已高达24.5万美元。

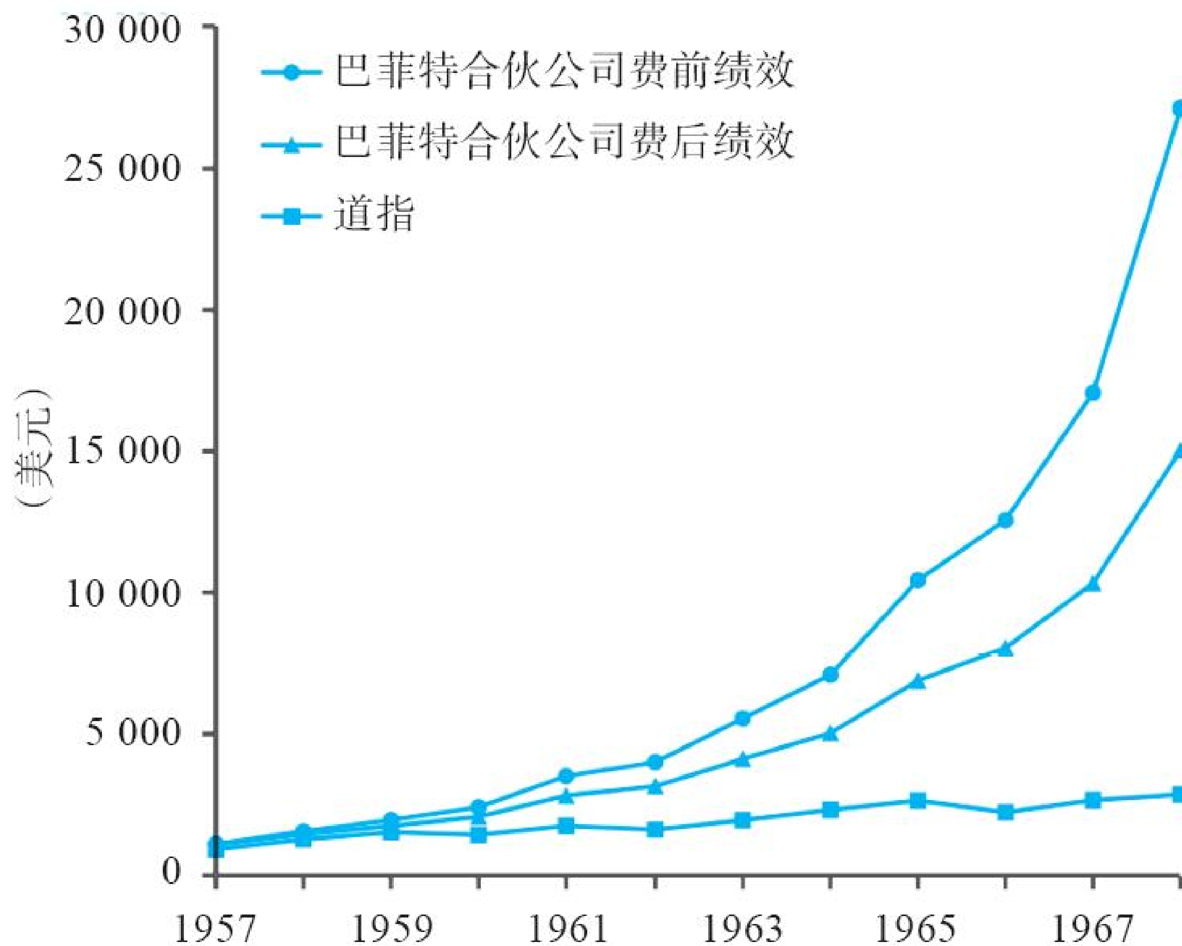


图1-1　道指和巴菲特投资合伙公司绩效对比（1957～1968年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔-哈撒韦进入视野

1962年，巴菲特以合伙公司的部分资金购买了位于新英格兰地区的纺织公司——伯克希尔-哈撒韦，平均每股价格为7.50美元（没错，我没有写错小数点）。这家公司当时处于亏损之中。到1964年5月，巴菲特合伙公司已持有伯克希尔-哈撒韦7.5%的股份。

当时，伯克希尔公司的主要股东和首席执行官是西伯里·斯坦顿，他与巴菲特达成协议，要从巴菲特手中以11.50美元/股的价格回购伯克希尔的股票，这个价格比巴菲特的买入价格高出50%。但是，斯坦顿转念之间打算宰巴菲特一刀，于是他正式提出的回购报价为11.375美元/股。对此，巴菲特极为恼火，决定不卖股票了。

取而代之的是，巴菲特做出了后来他称之为“非常愚蠢的决定”。所有的人都能看出来，新英格兰的纺织业日渐萧条，因为它受到廉价进口商品的冲击，已经没有利润可言。伯克希尔-哈撒韦已关闭了大部分没有竞争力的工厂。但由于斯坦顿的做法惹恼了巴菲特，于是他非但没有止步，反而进一步大量买进更多伯克希尔-哈撒韦公司的股票（由此可见，伟大的投资家也并非总是理性的，他们像所有投资者一样，也会犯错）。到1965年4月，巴菲特合伙公司已经持有伯克希尔39%的股份，正式控股该公司，动用的资金达到了巴菲特所掌握全部资金的1/4。

巴菲特自认这项“幼稚的行为”导致他必须重组“一个糟糕的生意”。亏损和回购股票的结果是，到1964年年底，伯克希尔公司资产负债表上的净资产仅为2200万美元，不仅现金匮乏，而且背负着250万美元的负债（详见案例10）。

对伯克希尔未来在纺织机械和其他资产方向的投资，巴菲特做出了严格的限制，他逐渐将公司原有的资本转向一些非常有兴趣的领域。巴菲特并不是纺织业内人士，他更多的是一个懂得多种生意类型的资本配置者，比起那些仅仅着眼于纺织行业的人而言，巴菲特能够发现更好的投资机会。

1967年，巴菲特主导下的伯克希尔-哈撒韦迈出了关键的一步，在他的家乡奥马哈出资860万美元收购了一家保险公司——国民赔偿保险公司（详见案例11）。对于巴菲特而言，除了该公司收取的保费扣掉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理赔和管理成本之后赚钱的可能性之外，这项收购的关键之处在于保险公司坐拥大量现金（也就是浮存金），因为保险公司的客户要先缴保费，而理赔是出险之后才发生的，巴菲特可以使用这些浮存金进行投资。在随后几年里，他收购了一系列保险公司，并对浮存金进行了充分的利用（详见案例17和22）。

收购国民赔偿保险公司之后，巴菲特又进行了一项壮举：1972年以2500万美元收购了品牌糖果公司——喜诗糖果。截至本书写作之时，喜诗糖果为伯克希尔-哈撒韦创造了总共超过19亿美元的资金。直到今天，这家公司还在源源不断地产出现金（详见案例20）。

随后所做的一系列杰出投资，使得伯克希尔这家原本日渐衰落的纺织公司，有了超乎寻常的成长。从1965年到1978年，标普500指数年涨幅为4.63%，而同期伯克希尔每股账面价值的年化成长率高达21%。

难以想象，巴菲特的表现使得股东的财富取得了惊人的增长。从1965年到1978年12月，如果投资于标普500指数，每1000美元会变成1885美元，同期如果投资于伯克希尔-哈撒韦的股票，会变成14000美元。图1-2展示了伯克希尔公司的资产价值年增长率，以及自1965年以来的股价成长。1978年，巴菲特赚得了人生中的第一个1亿美元。那一年，巴菲特48岁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

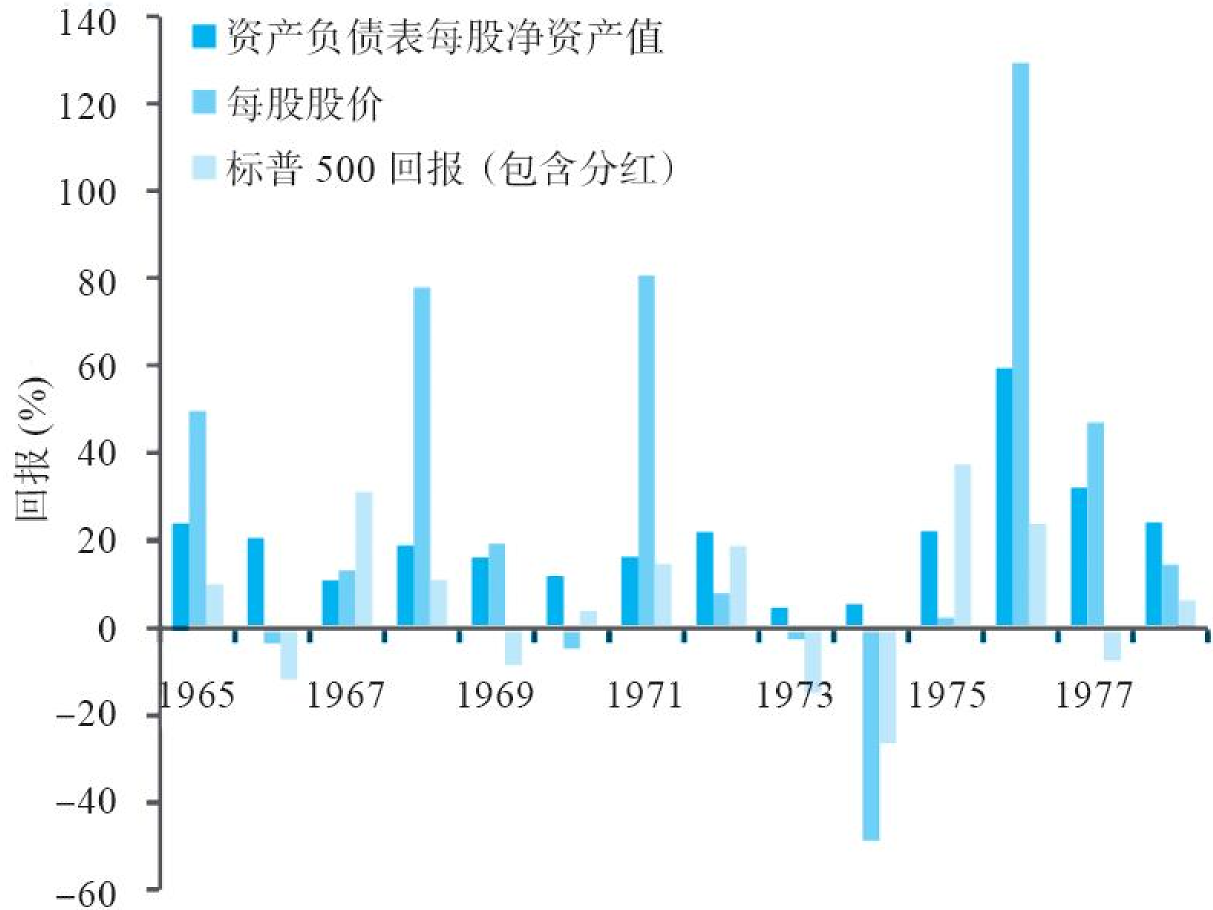


图1-2　伯克希尔-哈撒韦的表现：年度回报率（1965～1978年）

资料来源：Letter from the Chairman of Berkshire Hathaway（2016）.

伯克希尔-哈撒韦公司一直持续战胜标普500指数。从1965年1月到2016年12月的整个时间段，标普500指数的年化复利成长率为9.7%，而伯克希尔的表现是它的两倍，达到20.8%。如果1965年投资1000美元到标普500指数，到2016年12月可以得到127170美元；如果这1000美元投资于伯克希尔，则会变成约2000万美元。从图1-3可以看到这些年伯克希尔资产负债表所显示的资产价值，以及股价的成长。我想我们可以肯定地说，巴菲特为他买下伯克希尔-哈撒韦这个“愚蠢的决定”已经做出了完美的修正！

这是我得出的沃伦·巴菲特如何赚钱的深刻心得。本书的第二部分揭示了一系列投资案例，在此之前，我们需要了解本杰明·格雷厄姆的教育在巴菲特投资生涯中所扮演的重要角色。在接下来的部分，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我会描述格雷厄姆对巴菲特的影响，以及他如何引导了巴菲特的投资方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

跟本杰明·格雷厄姆学投资

20世纪50年代，56岁的格雷厄姆终于度过了股市的艰难岁月，管理着规模不大的投资基金。在股市大崩盘之前，格雷厄姆是一个相对谨慎的投资者，但是在大势向下沉沦的阶段，这些谨慎还是显得微不足道，所谓“倾巢之下，焉有完卵”。在1929年到1932年的大熊市中，他所掌管的250万美元基金，由于损失或赎回，整整减少了70%。这迫使格雷厄姆不得不反思，到底是什么可以成就一个投资者。他看到，对于盈利预测的估值可以导致乐观的情绪；他看到，有人买股票就是在博傻，因为股价的上升会导致有人愿意出更高的价格；他看到，有人买股票是基于图表、推荐、对企业的误解和内幕消息。

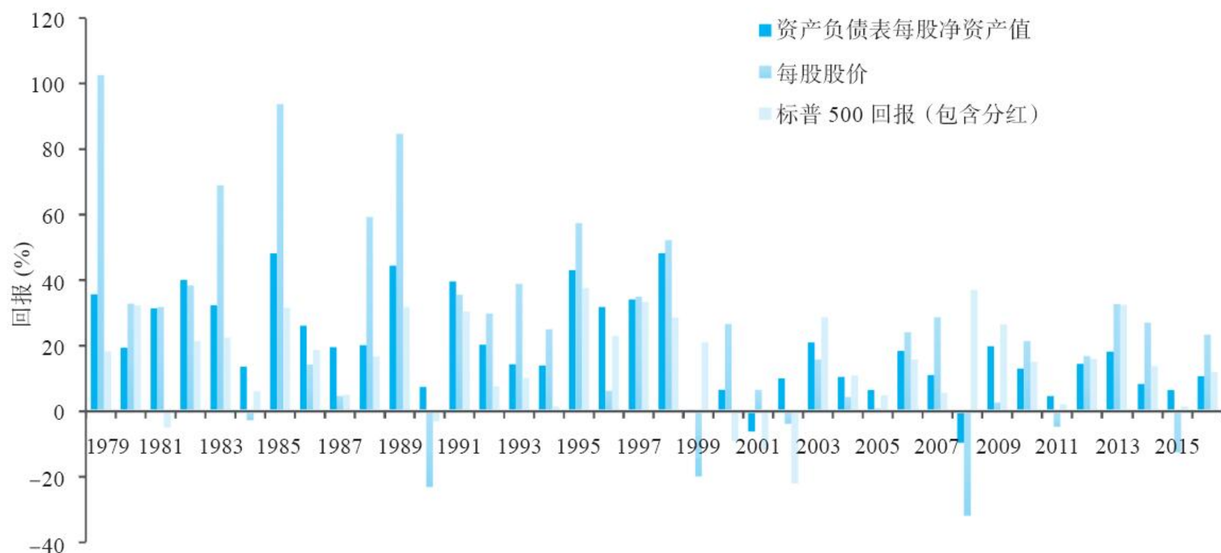


图1-3　伯克希尔-哈撒韦的表现：年化回报率（1979～2016年）

资料来源：Letter from the Chairman of Berkshire Hathaway（2016）.

总之，当时所有的投资方式都存在不足。格雷厄姆这种深刻反思为今天广泛传播的价值投资理念打下了坚实的基础。

为了整理和传播他的思想，格雷厄姆在哥伦比亚商学院兼职教授了一门课程，名为“证券分析”。这门课程最早开始于1927年（实际上，这是纽约金融学院的临时课程）。可以想见，在20世纪30年代早

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

期，这门课程的知识深度大幅提高，因为1929年的大崩溃导致了很多投资者的惨败，这迫使格雷厄姆去思考失败的原因。

格雷厄姆与他在哥伦比亚大学的助手大卫·多德一起，将投资分析的思路整理成一本书——《证券分析》，该书的第1版于1934年出版。巴菲特在19岁时读到的那本书，名为《聪明的投资者》，是格雷厄姆投资思想更为精练的版本。这本书对巴菲特影响巨大，其中最为重要的影响是让巴菲特远离投机，走上了投资的道路。

伴随着1929年的股市大崩溃，很多业内人士认为评估股票的价值是毫无意义的。因为，如果一只股票在1928年标价100美元（根据当时的市场价），而在15个月之后，这只股票标价跌到了仅有5美元，面对这种情形，有谁知道真正的价值到底是多少呢？他们认为，或许将关注重点放在评估其他投资人的情绪上是更好的方法。这样，你可以在别人认为股价即将上升而买入之前动手。紧盯市场价格表现，而不是关注公司运营表现，业内人士的这种做法与投资之道背道而驰，是典型的投机者的做法。

投资的定义

既然大家都了解了投机的特征，我们需要对照一下投资的定义。格雷厄姆和多德提出的投资定义如下：

“投资是经过深入分析，可以承诺本金安全并提供满意回报的行为。不能满足这些要求的行为就是投机。”[1]

图1-4是投资的三个要素的关系图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

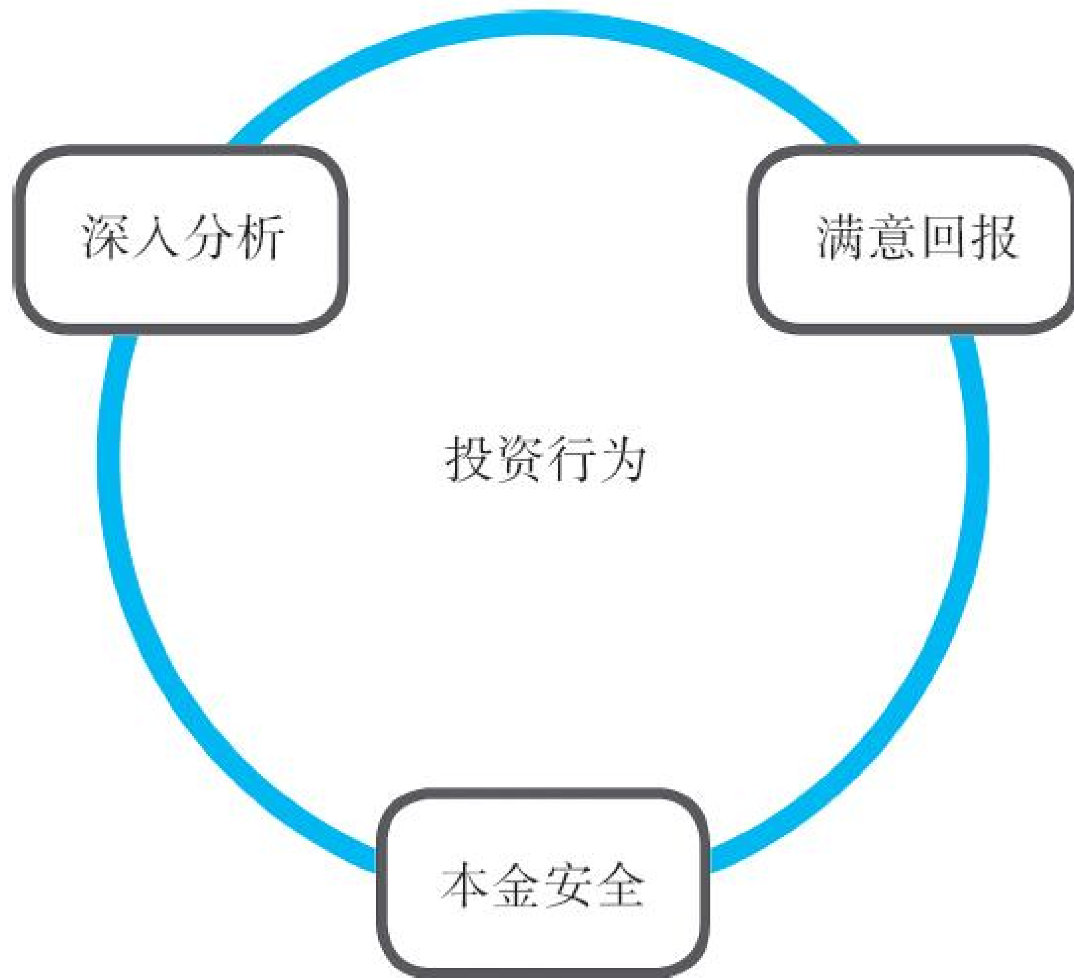


图1-4　投资的三个要素

1.深入分析

当你投资一家公司，便拥有了这家公司的一部分股权。你的问题应该从一个公司所有者的角度出发，就像拥有了整个公司一样，而不仅仅是一个小股东。你应该考虑：

- 公司营业收入和利润的历史记录如何？
- 公司在客户中的口碑如何？
- 公司的负债率如何？
- 公司的竞争对手有哪些？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 公司管理层是否有能力并且诚实可信？

这类分析要求理性、独立思考以及重要的事实依据。对于格雷厄姆而言，这类分析工作主要侧重于被数据证实的事实基础。他承认“质”的因素也很重要，例如众所周知的品牌、德才兼备的管理团队，但是，1929年投资失败的惨痛经历，让他在评估企业前景、公司管理层能力和人品方面极其谨慎，不敢让这些因素占过高的权重。

2. 本金安全

在购入股票时，构建一个安全边际是非常重要的，就像修建公路桥梁时要考虑额外承重安全一样。一座桥梁在建造时，不能仅仅满足于曾经承受的历史最高风速和最高承载纪录，它的建造标准必须高于这些。

同样，只有当股票价格与你计算的内在价值之间有着巨大的安全边际时，才应该出手。这里巨大的安全边际，是为下跌留有余地。

3. 满意回报

不要指望投资能百发百中，不要在过分乐观的时候买入，不要让贪心越出你的能力圈，不要承受无法承受的风险。

巨大的反差

请记住这样一种反差：伟大的投资者将本金安全原则牢记在心中，他们只盯着那些能够获取满意回报的选择。长期以来的记录表明，他们胜出了那些选择走“高风险”路径的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特向格雷厄姆学到的其他理念

除了投资的三要素之外，巴菲特还从格雷厄姆那里学到了很多其他经验，包括投资回报还取决于以下三点：

- 知识。
- 经验。
- 性格。

投资者需要懂得企业环境与商业运作，懂得一些会计、财务、公司战略的知识，这点非常重要，尽管这些知识随着时间的推移有所发展和变化。拥有好奇心是个前提，但是投资者不必强求所有知识都来自于自己的历练或经验，聪明的投资者从他人的失败和成功中也可以学到很多。

要想成为优秀的投资者，性格比智商更为重要。 格雷厄姆教导巴菲特，大部分的聪明人往往由于缺乏正确的心态，而难以成为优秀的投资者。例如，如果他们具有高度的理性，会为市场所表现出的非理性而感到沮丧，如此一来，他们就无法找到可以利用非理性 的方法，而仅仅视其为疯狂的行为而已。此外，他们会沉溺于自己的预测、推测中，并因此而忽视构建安全边际。

投资者的错误心态还表现在从众效应上，他们会随着大众的恐慌而恐慌，随着大众的兴奋而兴奋。当看到有人因投机选股而赚钱，或利用了令人目眩的技术而获利时，他们会情不自禁地也想投身其中。总而言之，投资者最大的敌人往往是自己。

关注事实

格雷厄姆提点巴菲特，如果他想胜出其他人，就必须懂得什么是真正的专注。 例如，很多所谓的投资者主要关注的是对未来的预期，诸如未来十年媒体产业会有多少注册用户之类，从确定性程度而言，这些不可能被准确预测。这种专注是错误的专注， 它会让人忽略一些更为重要的东西，如资产负债表、盈利历史，以及股票价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

重点在于不要只关注公司的故事，而忽略事实的真相。试图预测哪只有故事的股票会有美好结局、哪家公司会成为主导市场的领导者，都是极其困难的。市场往往没有赢家，至少在使用资本获得良好回报方面，结果往往不尽如人意。所以，我们应该遵从格雷厄姆的建议："（证券）分析应该主要关注那些基于事实的价值，而非预测。"[2]

正如巴菲特对于格雷厄姆的评价：

"他讲求的不是聪明绝顶的投资，也不是流行或风尚。他关注稳健投资之道，我认为如果你不是太着急的话，稳健投资之道会让你变得非常富有。至少，他的方法不会让你变穷。这太棒了。"[3]

巴菲特从格雷厄姆那里学到了将复杂的投资原理表述得通俗易懂的方法。例如，"市场先生"就是一个很好的例子，这是个值得我们每天温习的故事。

格雷厄姆是这样讲述这个故事的。比方说，你与"市场先生"合伙开了一家企业，两人各自持有50%的股份。市场先生是个非常勤快的人，他会每天跑来向你提出一个报价，按照这个报价，或是他买下你手中的股份，或是他卖给你他手中的股份。他实在是一个勤奋的人，实际上，他会整天给你报价。此外，他还很情绪化。有时候，他会乐观兴奋，报出很高的价格买你手中的股份；有时候，他会情绪低落，只想放弃生意，想以很低的价格将他手中的股份卖给你。

在这些情况下，你必须问自己，是否应该基于市场先生的出价评估你手中的股票价值。我希望你没有这样做。你应该进行独立的分析，并将你估算的内在价值与市场先生的报价进行比较。

学习要点

1.遵循稳健投资原则。

起源于格雷厄姆和多德投资学派的基本面分析方法，经过他们这一代人以及后来的追随者的不断完善，已成为一个很好的投资起点。追随明智的老师，无论是在世的还是离世的，这对于一个投资者非常重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. 只要超越大盘几个百分点，就足以积累巨大的财富。

一旦你建立了自己财富雪球的内核（一定的资金加上稳健的原则），而后通过中长期良好的回报持续积累，保持在正确的雪道上不断滚动雪球，不要偏离这些原则即可。

3. 只有进行了深入的公司分析，具有安全边际，以及设定了满意的回报率，这才是投资。

如果这三要素中有任何缺失，你就是在投机。

4. 不要接受市场先生的报价，要做好自己的研究。

市场先生疯狂又情绪化，对同一家公司，有时他会报出高价，转眼间因为看到负面消息，又会希望以低价卖出。你要学会利用市场的非理性情绪，而不是人云亦云、随波逐流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二部分　投资案例

案例1　城市服务（Cities Services）

投资概要	投资对象	城市服务
	时间	1941 年，巴菲特 11 岁
	买入价	38.25 美元 / 股
	数量	3 股
	卖出价	40 美元 / 股
	获利	5.25 美元

是什么造就了一个人成为投资者，而非投机者，这是沃伦·巴菲特投资哲学的核心。在金融市场上，还有很多人没有搞清楚这件事，这令人十分震惊。

对于这一点的清晰思考，可以令一个股票投资人走上这样的道路：更少的风险，更少的失误，积累长期的财富——这是一条慢慢致富的道路。我会从巴菲特早期的投资案例着手，解释巴菲特的投资哲学。回顾巴菲特白手起家建立起来的投资组合，可以给我们带来许多启示和鼓励。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

孩童时代

1930年8月，巴菲特出生了，当时华尔街刚经历了1929年的大崩溃，随之而来的是大萧条。巴菲特的父亲是内布拉斯加州奥马哈市的一名股票经纪人，一度还当选了国会议员。他们的家境并不宽裕，但在大萧条期间尚可勉强度日，这都得益于典型的“中西部家庭”团结互助的传统。但年轻聪明的巴菲特并不甘于贫困，他暗下决心：我一定要富有！

从少年时代开始，巴菲特就尝试了各种各样的赚钱方式。他捡高尔夫球场遗落的球，然后出售（甚至发展到后来，还找来一个朋友一起干这项事业）；他批发来整箱的可口可乐，然后分拆开来，一罐一罐出售；他买了一辆二手的劳斯莱斯，用于出租赚钱。

理发店里的弹球机项目，是巴菲特最喜欢的。他买来弹球机，安装在理发店里，有了收入之后，会分一部分给理发师。而送报纸是巴菲特最赚钱的工作，他送的是《华盛顿邮报》。在他们的家搬到华盛顿之后，小巴菲特每天会在上学之前完成三份报纸的投递任务。

通过各种途径的积极努力，巴菲特在少年时代就攒下了不少钱。15岁时，他就能拿出1200美元，买下一个距离奥马哈70英里[1]的占地42英亩[2]的农场，由此大赚一笔（五年之后，该农场以2倍的价格出售）。

[1] 1英里＝1.6093公里
[2] 1英亩＝4046.86平方米

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一只股票

早在11岁时，巴菲特就已经攒下了120美元——这是他开源节流、省吃俭用的成果。他拿出这些积蓄，与姐姐多丽丝合资，购买了6股城市服务公司的优先股。他自己拥有其中的3股，3股的成本为114.75美元。

到了6月份，这只股票的价格从38.25美元跌到27美元。巴菲特此时感到十分内疚，因为是他说服了姐姐相信他，拿出自己的积蓄买了股票。巴菲特对信任他的人所具有的这种责任感，对我们理解他在20世纪五六十年代对待其合伙人，以及后来对待伯克希尔-哈撒韦股东的态度非常重要。

幸运的是，城市服务优先股的股价后来反弹到了40美元，巴菲特终于可以获利卖出了，最终每股赚了1.75美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大学时光

17岁时，巴菲特被宾夕法尼亚大学沃顿商学院录取。在那里待了一段时间后，他开始不确定是否应该继续学业，他自问在这里学习有什么意义。他从6岁开始做生意，已经有了不菲的收入，现在继续大学的学业只会拖延他事业发展的进程，他相信自己比大学里的教授更明白如何经营一家企业。

大学课程对他而言轻而易举，他在沃顿商学院待了两年，同时兼顾着自己的兴趣爱好。但他没有完成沃顿的全部学业，而是中途转学到了内布拉斯加大学，因为这所大学离家更近。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

像投机者一样追逐股票

巴菲特仍然痴迷于赚钱，在他的生活中赚钱这件事总是优先于学业。在这段时间里，他在内布拉斯加州的六个县雇用报童进行报纸投送业务、搜集旧高尔夫球再出售，他还在J.C.彭尼百货公司（J.C.Penney）做过销售员。

到了1949年，巴菲特积累的财富达到了9800美元。这个阶段，他对于炒股票非常着迷。他尝试了各种各样的炒股方法，从图表分析到数字分析，以及碎股交易。由此我们可以看出，巴菲特曾经也是一个投机者。

也正是在这一时期，巴菲特读到了本杰明·格雷厄姆的著作《聪明的投资者》，这就像是上天的启示！巴菲特迫不及待地要前往哥伦比亚商学院，追随格雷厄姆和大卫·多德，学习他们设计并主持的课程。1950年秋季，巴菲特入学。1951年夏天，巴菲特取得经济学硕士学位。在这段求学的过程中，他聚精会神地沉浸在价值投资奠基之父设计的课程中。格雷厄姆和多德的原理开始被巴菲特运用在选股上。

学习要点

1.不要不加思考地仅攫取蝇头小利。

城市服务公司优先股在巴菲特以40美元卖出后，飙升到202美元。

2.不要执着于你付出的买入成本。

那只不过是沉没成本。对你真正有意义的，是股价的未来走势。如果在你买入之后，股价下跌，你应该从当前的位置再次评估未来的前景，判断其内在价值。在很多情况下，内在价值与股价的涨跌走势并不同步。

3.在管理他人的投资时，一旦犯错会导致糟糕的感觉。

巴菲特讨厌冲突和糟糕的感觉，所以他发誓不会拿别人的钱投资，除非有必胜的把握。约翰·坦普顿——一位非常虔诚的基督徒、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿万富翁，曾经说过：“别人的钱是神圣的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例2　盖可保险（Geico）

投资概要	投资对象	盖可保险
	时间	1951 年，巴菲特 20 岁
	买入价	10 282 美元
	数量	350 股
	卖出价	15 259 美元
	获利	4 977 美元

这个案例显示出巴菲特早期对于格雷厄姆投资理论的运用。

当时的巴菲特20岁，在哥伦比亚大学已经进入第二学期，也是最后一学期，此时他已经阅读了《证券分析》很多遍，其中的内容早已烂熟于胸。他在春季学期进入格雷厄姆教学的班级，一点一滴全方位学习了格雷厄姆和多德的思想，他渴望与他们交流。在班上，他总是第一个举手发言，积极参与和格雷厄姆的讨论之中，或是关于公司的优势所在，或是两家公司的相对比较（这是格雷厄姆喜欢使用的教学方法）。学期结束后，巴菲特从格雷厄姆老师那里得到了一个A+的成绩——这是格雷厄姆教学生涯中唯一一次给出的A+。

1951年年初，巴菲特注意到自己的老师格雷厄姆是一家小型保险公司的主席，这家公司名为政府雇员保险公司，简称盖可保险（GEICO）。巴菲特对这家公司充满好奇，并希望了解更多。在一个周六，他搭上了前往首都华盛顿的火车。在华盛顿，巴菲特敲开了盖可保险总部的大门。在我进行更多叙述之前，最好还是先解释一下历史背景，即格雷厄姆是如何透过格雷厄姆-纽曼基金控制盖可保险的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

盖可保险的历史

盖可保险始创于1936年，它向那些在政府体制内工作的人提供汽车保险，它采取了一种非同寻常的销售手段。大多数保险同行都是通过代理人销售保险，但盖可保险认为这种销售方式的成本过于昂贵。公司认为如果能以邮件的形式直接将保险卖给客户，就可以为客户提供更为优惠的费率，并同时获得更佳的利润率。

由此，凭借这种营销模式，盖可保险财源滚滚，一发而不可收。但是到了1947年，公司的一个控股股东家族希望出售手中持有的股份，相当于盖可总股本的55%。他们聘请了投资经纪人洛里默·戴维森负责这项出售股份的交易。戴维森花费了不少功夫，最终，格雷厄姆的基金以72万美元买下了这些股份，格雷厄姆本人出任盖可保险公司主席，他的另一位同事也出任公司董事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

周六，巴菲特来敲门

1951年年初的一个周六，盖可保险总部的门卫为巴菲特打开大门，碰巧的是，洛里默·戴维森正好在公司（他当时是负责公司财务的副总裁）。巴菲特对他说自己是格雷厄姆的学生，并很快在交谈中告知对方自己在研究盖可保险公司的情况，并问了一些相关问题。戴维森很乐于花些时间与这位年轻人聊一聊（根据巴菲特自己的叙述，那时他看起来像一个不谙世事的16岁少年）。

经过四个小时的交流，巴菲特对于一家保险公司的运作已经有了相当的了解，戴维森给他上了精彩的一课。他可以清楚地看到盖可保险公司具有两大竞争优势：

（1）盖可公司销售保险的方式具有极大的低成本优势。

（2）盖可公司的客户群体具有精准的定位，习惯于从盖可购买保险的群体是一个安全驾驶的群体，因此，保险风险很低。

盖可具有良好的发展前景，不仅是因为公司拥有一个精干的销售团队。盖可的利润率是同业平均水平的五倍。比这更令人惊喜的是，盖可公司还拥有数量可观的浮存金（即已经收取、尚未赔付的保费收入），这些现金可供投资之用。

从这里，我们看到了巴菲特早期深入分析企业的案例，看到他在心中树立的内在价值的观念。我们还可以看到巴菲特如何坚持独立判断，而不是简单听从所谓的专家意见。此行之前，他就与几位保险专家进行过交流，这些专家都认为盖可估值过高。当时，盖可保险的市场份额仅为1%，并被认为竞争能力脆弱，尤其是经纪人分销队伍薄弱。但是，巴菲特从格雷厄姆那里学到一个真理：你既不会因为大众同意你而正确，也不会因为大众反对你而错误。一切以事实为根据，而不是大众的看法。

令人兴奋的是，巴菲特将自己65%的净资产都投在了盖可保险上，总金额为10282美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1952年，巴菲特卖出了持有的盖可保险股票，拿回15259美元。这个成绩还不错。但如果你了解了以后发生的事，可能会另有想法：在接下来的19年中，如果他继续持有这些股票，天天出去钓鱼的话，到20世纪60年代后期，这些股票将价值130万美元。这是一堂令人痛心的课，课程的名字应该叫作——论卖出一家好公司股票的损失。

但是，让我们原谅这个看似“失误”的决策，因为我们很快将要看到，巴菲特的资金有了更好的用武之地。

20世纪70年代初，伯克希尔-哈撒韦公司再次投资了盖可保险。2016年，盖可保险占有美国汽车保险市场11.4%的份额。

学习要点

1.做好功课。

分析一家公司，既要关注“量”的因素，如会计，也要关注“质”的因素，如公司在客户中的口碑，或公司管理层的才能。

2.认真做一些努力，你会发现自己不比所谓的专家差。

在这个案例中可以看到，很多基金公司根本不屑去拜访小型保险公司，他们更愿意待在屋里读年报和行业报告。所以，投资者可以从中学到——更进一步，你就可能比那些“专业人士”更了解公司。

3.关注那些能妥善运用资本的公司。

如果一家公司能精心运用资本，通过运营产生超额的资本回报，这样的公司将会极具价值。在这种情况下，公司利润可迅速增长，公司股价也会随之飙升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例3&4　克利夫兰精纺厂和加油站（Cleveland Worsted Mills And a Gas Station）

带着从哥伦比亚大学获得的A+毕业成绩，巴菲特非常渴望到格雷厄姆的公司工作，但格雷厄姆一直拒绝接受他。格雷厄姆是犹太人，当时的华尔街对犹太人有很多偏见，所以他倾向于将工作岗位保留给犹太人。巴菲特甚至提出不要工资白干，但还是遭到拒绝。巴菲特苦恼地意识到，格雷厄姆对于价值观的坚持非常执着。

带着一丝不情愿的心情，21岁的巴菲特回到家乡奥马哈，与父母住在一起，在父亲的公司里做了一名股票经纪人。作为股票经纪人，他所要做的是积极出主意推动股票的买卖，吸引私人投资者通过他父亲的公司进行交易。

那时的巴菲特看起来像一个16岁不谙世事的毛头小伙儿，所以，当他向奥马哈的富人推荐自己选中的股票时，没有人认真当回事儿。那些人在听了巴菲特的建议之后，会再去找一个更成熟的股票经纪人进行验证，然后在别人那里下单。或者，他们会问巴菲特：“你父亲是怎么想的？”所以，尽管巴菲特能提出质量上乘的建议，结果往往还是令人沮丧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资

1951年年底，巴菲特已经将自有资金增值到20000美元。此时，这个世界上他最尊重的两个人——格雷厄姆和他的父亲，都建议他不要进入股市，因为他们认为股价已经太高了。巴菲特并不同意他们的逻辑，他自作主张，认为1951年是进场买入好公司的绝佳时机。他认为潜在回报是如此诱人，以至于第一次借钱买了股票（他借了5000美元，相当于他净资产的1/4）。

请大家注意，融资仅限于那些有能力的投资者，他们即便亏掉所有的投资组合也不会影响生活。我不建议大家借钱买股票，巴菲特也是。事实上，在那之后，巴菲特很少融资（他的保险公司浮存金给了他需要的杠杆，而且通常还没有资金成本）。

拿着他的25000美元，巴菲特开始寻找投资标的，他找到穆迪手册，上面刊载了所有美国上市公司的信息，大约有

10000页，巴菲特读了两遍。有些公司他一掠而过；有些公司他从头到尾详读。他甚至学着格雷厄姆的样子，在奥马哈大学教授夜间课程，传授格雷厄姆投资学及他自己的投资方法。在此期间，巴菲特经历了两项失败的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

失败案例1：克利夫兰精纺厂

克利夫兰精纺厂的股价比公司净流动资产价值的一半还少。这意味着公司流动资产减去所有负债之后的一半，也比公司的总市值还多。也就是说，实际上，如果公司偿付了所有债权人，并且所有固定资产一文不值，它的现金、应收账款、存货价值依然是该公司市价的两倍。这个挑选股票的方式对于20世纪50年代的巴菲特而言，是非常重要的方法，我接下来会解释更多细节。

除了股价仅有净资产价值的一半以外，该公司还有高比例的分红。这些综合在一起，使得该公司显然是一项很有吸引力的投资，巴菲特将它推荐给奥马哈股票经纪公司的客户们。但是接下来，情况发生了变化：公司面临来自美国南部各州纺织厂以及合成纤维的激烈竞争，出现巨额亏损，只得削减分红，股价也随之大跌。

正如上面所提到的，净流动资产价值投资是巴菲特所运用的重要投资策略，值得我花更多的时间扩展这个话题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

净流动资产价值投资法

信不信由你，股票市场上的确存在着市值低于流动资产的公司。流动资产是现金和其他预期可以在一年之内变现的资产，绝大部分由库存、应收账款和现金组成。

更加引人注目的是这样的事实，如果你将所有的负债，无论长期还是短期，从当前的流动资产中减去，得到的就是净流动资产价值。你可以寻找那些低于净流动资产价值在出售的公司。

如果我们考虑到，这种方法完全忽略了公司持有的长期资产的价值（指的是那些非流动资产或固定资产），就会感到更加惊人，将这些资产的估值视为零，这是极端保守的，因为长期资产可能包括建筑物、车辆、工厂等具有很大市场价值的标的，但所有这些都被忽略了，在净流动资产价值投资法中，它们的价值都被计算为零。

这里有两个需要留意的地方：

1. 减少库存和应收账款

在公司资产负债表上，流动资产的估值数字并非以面值入账，在你对存货进行估值时，可能希望留有一个安全边际。例如，公司管理层通过会计师，得出某一个会计记账日的库存数字，包括仓库里的原材料、生产线上的半成品，以及尚未出售的成品。其中不乏某些公司高管带着乐观预期评估这些数字。

作为价值投资者，我们必须构建自己的安全边际，拒绝那些建立在最佳假设结果上的估值。也许一些旧有的库存现在已经过时，无法再按照原来的成本出售。作为局外人，我们无法逐项检查，逐一估值，我们的确无法做到这些，那么，出于安全的考虑，我们可以将整个库存的估值打个折，比如减少33%。这也是本杰明·格雷厄姆在大多数例子中推荐的减少比例。

同样的安全原则也可以运用到应收账款上。在预估客户付款比例上，公司高管要比你更为乐观，或许应该将应收账款的数字降低20%。

2. 检查质的因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下一步是确定公司品质方面的特征（假设公司的最佳方案不是立即清算的话）。

（1）公司的前景。

公司的运营是否能保持合理的良好定位，在中长期产生利润？信不信由你，你完全有可能以低于净流动资产价值的价格买入一个优秀公司。“盈利能力”，这个由格雷厄姆创造出来的术语，正是我们所寻找的。

格雷厄姆曾经说过，判断未来盈利能力的指标之一，就是当下令人满意的盈利和分红，和/或历史平均盈利能力。有关这点，千万不要听信任何人预测未来趋势，或仅凭以前的数据做判断，因为它们可能会产生误导。例如，2012年的J.C.彭尼百货公司、诺基亚或特斯科（Tesco）公司，如果基于过去的数据或情况评估，它们非常强大。但是正如这些公司接下来所遭遇的，竞争环境是会改变的。投资者必须能超越这些历史数据，发现那些可能摧毁公司竞争力的苗头。

（2）公司管理层的素质。

这涉及到两个方面：

（a）能力。 检验公司管理层提供的报表，并将他们的表现进行长期的比较。

（b）股东利益导向。 一个公司仅有能干的管理团队，也不一定就是一个好的投资对象，除非管理层也具备正直诚实的品质，尤其是要重视维护股东利益。

（3）稳定性。

公司的运营是否稳定？公司负担的债务水平是否会损害其前景的稳定性？投资者不希望投资于那些高负债的公司，或收入极其不稳定的公司。那些不易受制于外界太多变量影响的行业更具稳定性，这意味着生物科技、电脑游戏软件公司肯定不在考虑范围之内，而那些销售工具的公司反而可能值得考虑。

导致股价过低的原因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有三个原因可导致公司在流动资产高于负债的情况下，股价仍然大幅低于净流动资产价值：

（1）公司管理层做出破坏价值的行为，导致股东资产逐年缩水。

（2）股市的非理性将股价压低到一个不合理的水平。

（3）股东没有向管理层施压，让他们做正确的有利于股东的事。

为什么净流动资产价值较高的股票会上涨

历经煎熬和数年亏损的公司，或从经济或行业下滑中存活下来的公司，通常会受制于市场的悲观情绪，泥沙俱下之时，一些烂公司会被抛弃，一些好公司也会被抛售，所以有充分的理由相信，恢复性上涨终将发生。

有四种路径可以停止或逆转亏损，阻止资产负债表上的资产价值逐年流失。

1.经济环境改善，从而提升盈利能力。

这或许由整体经济情况好转所导致。此外，盈利能力的提升也可能是因为竞争对手退出行业：竞争对手倒闭了，或是收缩业务，这会让少数留下来的企业得以提高价格和提升利润。

2.公司管理层奋发自强。

管理层或许很能干，但面临着新竞争对手的猛烈攻击，或老竞争对手的价格战和市场争夺战。如果他们能重整旗鼓，从过去的错误和挑战中汲取经验教训，就有可能重新焕发活力。

3.公司转手。

买家至少应该愿意支付被收购公司的清算价值（如果流动资产的卖价接近公司资产负债表上的价值，那么清算价值就会高于公司市值），这样，净流动资产价值的投资者便可以获利。

4.全部或部分清盘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场上有很多公司根本没有继续存在的意义。如果公司董事们选择出售资产变现，股东们能分到更多的钱，给股东的分红也会越来越多。对于那些拥有很多不动产但不盈利，甚至亏损的公司而言，如果能够逐渐清理卖出资产，股东可以得到两倍或三倍的钱。

如上，净流动资产价值投资者可以寻找这四种类型之一的机会，以期获得投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

失败案例2：加油站

巴菲特曾经以合伙公司的形式，与一个朋友合伙在奥马哈买过一个加油站。不幸的是，这个加油站恰好位于德士古（Texaco）加油站的对面，而后者的生意一直比巴菲特的加油站好。令人惊讶的是，巴菲特曾经亲自上阵，充当工作人员，每个周末他都亲临现场，直接服务客户。

在这里，巴菲特学到了什么是竞争优势：德士古公司的加油站“运作成熟，拥有客户的忠诚，我们做什么都无法改变这些”。这次教训启发他后来做出了一些最佳投资，他学会了寻找那些在行业中客户忠诚度最高的公司，如可口可乐。

投资加油站的2000美元损失，使当时只有22岁的巴菲特更聪明了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保持与格雷厄姆的联系

巴菲特依然渴望继续得到格雷厄姆的指导，所以，他不断给老师发送关于公司分析的文章。最终，格雷厄姆和他的合伙人——杰里·纽曼被打动了，给了巴菲特一个格雷厄姆-纽曼公司的职位。除了合伙人之外，他是纽约投资办公室仅有的四位工作人员之一。

学习要点

1.每一个投资者都会犯错，少有例外。

你必须接受你会犯错这个事实，这与能力圈有关。你必须不断自我提升，从失败中学习成长。你成功或失败的决策，决定了你的投资组合长期的表现。即便是伟大的投资家，也有45%的时间会犯错。如果你能在55%的时间做对，那么假以时日，你能成功地积累财富。

2.净流动资产价值投资法是巴菲特投资方法的核心。

有时股价可以下跌到不可思议的程度，甚至低于每股流动资产扣除负债，这往往成为绝佳的投资机会。一些公司具有极大的胜算恢复股东价值。

3.不要忽视品质的因素。

竞争优势和管理层的素质，是绝大多数成功投资的核心因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例5　洛克伍德公司（Rockwood&Co.）

投资概要	投资对象	洛克伍德公司
	时间	1954～1955年，巴菲特23～24岁
	买入价	不同价位
	数量	—
	卖出价	不同价位
	获利	13 000美元

跟随格雷厄姆工作的两年是紧张忙碌的，巴菲特的主要工作，是在一间没有窗户的办公室里，研究数以百计的公司的数据。他整理出那些符合格雷厄姆标准的有关公司的简报，特别是净流动资产价值，将它们分门别类为：便宜的公司、被忽略的公司和失宠的公司。

以下案例中的公司属于便宜的公司，是巴菲特众多投资杰作之一，但被大家忽略了，因为这项投资没赚多少钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

洛克伍德公司

洛克伍德公司是一家巧克力豆（用于生产饼干）制造商，它长年亏损，但拥有大量的可可豆库存。更重要的是，当年可可豆的价格在飙升。如果洛克伍德公司直接在市场上出售可可豆，需要交纳数额不菲的税金。作为替代方案，公司的董事们找到格雷厄姆-纽曼公司，问他们是否有意收购，但洛克伍德公司的要价很高。

于是，洛克伍德公司找到另一位能干的投资人杰伊·普里茨克，问他是否愿意收购该公司。由于出售可可豆要被征收50%的重税，普里茨克想到了一个可以避税的办法。当时的一项新税法规定，如果一个公司缩小其经营范围，那么它清算相应部分的库存就可以免税。于是，普里茨克买下了公司的控股权，着手清算公司仓库里价值1300万美元的可可豆。但他没有选择直接卖掉这些可可豆。他的方案是，每个股东都可以用一股股票换取36美元的可可豆，而此时市场的股价是34美元。这样，就有了一个非常明确的套利机会。格雷厄姆察觉到了这个机会，他指示巴菲特买入洛克伍德股票，用于交换可可豆，然后再卖掉可可豆，这样，每一股就可以获得2美元的回报。

洛克伍德公司并不是直接给大家一袋袋的可可豆，实际上，它给每个买家开具显示持有可可豆的仓库仓单。为了防止可可豆仓单价格下跌，格雷厄姆-纽曼公司同时卖出可可期货（它可以保证在未来一个日期，可以某个固定价格提供固定数量的可可豆），如此一来就可以锁定他们的套利利润。一周又一周，巴菲特都在干着“买进股票、卖出可可期货”的工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的困扰

这单套利交易，格雷厄姆-纽曼公司干得非常漂亮，但巴菲特相信自己可以做得更好。于是，他直接买进了222股洛克伍德的股票，他的逻辑是这样的：

• 约定的出价为每股可交换80磅可可豆。

• 洛克伍德公司拥有的可可豆数量，远远超出流通股数所对应的数量。

• 所以，如果你是公司股东之一，选择不将股票卖给公司，那么首先，你持有的股票每股所对应的，由公司持有的可可豆价值，应该超过36美元；其次，你的持股所对应的可可豆数量，会由于其他人出售股票给公司而增加。

• 除了可可豆，公司拥有的工厂、机器、设备、现金、应收账款等，也是有价值的。

普里茨克对此了如指掌，他是个非常聪明的家伙。巴菲特选择和他站在一起——买进股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结局

在普里茨克出价之前，洛克伍德的股价是15美元，后来涨到了大约100美元。巴菲特赚了13000美元。

学习要点

1.深入思考公司的行动及其对未来价值的影响非常重要。

与那些短线思维相比，这其实是无风险的回报。

2.机会只会展现给那些脚踏实地的人，给那些日复一日在干草堆里寻针的人。

巴菲特研究了数以千计的公司，就是希望发现一两个，或更多像洛克伍德公司这样的金矿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例6　桑伯恩地图公司（Sanborn Maps）

投资概要	投资对象	桑伯恩地图公司
	时间	1958～1960 年，巴菲特 28～30 岁
	买入价	约 45 美元 / 股，共约 100 万美元
	数量	2.4 万股，或 22.8% 的公司股本
	卖出价	转换为公司投资组合份额
	获利	约 50%

在巴菲特为格雷厄姆工作两年之后，格雷厄姆退休了，巴菲特失业了。这一年是1956年，巴菲特已经积累了14万～17.4万美元的财富（数字不统一是由于信息来源不同），他不需要找工作了。他希望找一个稳固的根据地，在那里他可以研究美国公司，可以进行思考，可以进行投资决策。最终，他选择回到家乡奥马哈。

回到奥马哈后，巴菲特决定专心于自己的投资。他成立了一家小型合伙公司，有6个合伙人，大部分是他的亲朋好友，如他的姑姑爱丽丝，她在合伙公司投了3.5万美元。这个合伙公司一共筹集了10.5万美元的资金，其中巴菲特只投了100美元。家里的卧室就是巴菲特的办公场所。

巴菲特是唯一的投资决策人，他不会告诉合伙人自己买了什么股票（因为担心会引起他人的模仿）。然而，他每年会写一份年度报告给所有的合伙人，汇报全年的工作表现。每当年度聚会的时候，他的太太苏珊会给大家呈上一顿丰盛的鸡肉晚餐。不久之后，更多的投资人被吸引而来（一些人以前是本·格雷厄姆的投资人，现在为他们的资金寻找出路）。巴菲特因此成立了更多的投资合伙公司。1962年，巴菲特将所有的合伙公司整合为一家合伙公司——巴菲特合伙公司（BPL）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特合伙公司取费模式及其表现

巴菲特认为，作为他的合伙人，如果投资回报不能超过安全借出资金获得利息的回报，就不应该收取管理费。所以，他约定如果某一年他的回报低于4%，那一年就不收费（这发生在1956～1961年期间）。高于4%回报的部分，巴菲特会得到分成。这种绩效费最初可以高达50%。从1961年开始，不收费门槛被重新设定为6%，超出的部分，绩效费为25%。

巴菲特将自己的投资目标设定为：每一个三年周期都跑赢道琼斯指数。他认为至少以三年为周期评判一个基金经理的水平，这样才合理。表6-1显示了巴菲特合伙公司从1957年到1968年的绩效，这是巴菲特1970年年初将其合伙公司清算之前，我们能够得到的最长期间的完整数据。

表6-1　巴菲特合伙公司绩效（1957～1968年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年 份	道琼斯指数回报（%）	合伙公司回报（%）	有限合伙人费后回报（%）
1957	–8.4	+10.4	+9.3
1958	+38.5	+40.9	+32.2
1959	+20.0	+25.9	+20.9
1960	–6.2	+22.8	+18.6
1961	+22.4	+45.9	+35.9
1962	–7.6	+13.9	+11.9
1963	+20.6	+38.7	+30.5
1964	+18.7	+27.8	+22.3
1965	+14.2	+47.2	+36.9
1966	–15.6	+20.4	+16.8
1967	+19.0	+35.9	+28.4
1968	+7.7	+58.8	+45.6
累计	+185.7	+2 610.6	+1 403.5
年化回报（%）	+9.1	+31.7	+25.3

资料来源：BPL letter to partners（22January 1969）.

从1957年到1968年这段时间，巴菲特没有一年亏损。他的平均年化回报，在扣除绩效费之前，是道琼斯指数的三倍。

当合伙公司的资本积累至数以百万美元计的时候，巴菲特收取的绩效费已相当可观，他又将这些钱再投入合伙公司，用于增加持有的股份。他持有的股份越来越多，他也随之越来越富有。

以下是这段时期巴菲特的一个投资案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

桑伯恩地图公司

桑伯恩地图公司专门为保险公司提供地图服务，它曾经生意兴隆，但当时已经开始走下坡路。它的地图可以详尽展现美国每一个城市的电线、水管以及建筑物的细节，保险公司可以凭借该公司的地图进行火灾风险的评估。当保险行业兴起兼并之风后，保险公司的数量变少，对于桑伯恩地图产品的需求也变少了。同时，评估和防范风险的现代方法的引进，也令桑伯恩的业务雪上加霜。

尽管如此，桑伯恩每年依然有200万美元的销售收入，保持着盈利状态，虽然利润从20世纪30年代的每年50万美元，下降到了1958年、1959年的10万美元以下。伴随着利润下降，公司的股价也开始下滑，从1938年的110美元，一路跌到1958年的45美元，这使得公司总市值缩水至470万美元（45美元/股×10.5万股）。

更重要的是，在地图业务之外，桑伯恩公司持有一个大约相当于每股65美元的投资组合，即市场价值相当于700万美元的可变现证券，这个组合产生的收益还相当可观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特不但买了，而且需要控制甚至改变公司

我们可以从巴菲特1959年写给合伙人的信中，看到巴菲特有关桑伯恩公司的思考：

“实际上，这家公司（指桑伯恩地图）有些像一个投资信托，其投资组合中持有30或40种优质证券。我们所进行的投资，是基于这些证券的市值，以及对其业务的保守估值，有一个巨大折扣。”[4]

巴菲特从1958年到1959年，以合伙公司名义买进桑伯恩地图公司的股票。他同时也以自己的个人资金买入该股，并鼓励朋友们买入。巴菲特希望赞同他想法的人持有的股票越多越好，因为他需要得到更多投票权，以推动公司董事会的改变，从而释放出公司应有的价值。果然，通过巴菲特合伙公司、巴菲特个人账户、朋友和家庭的资金，巴菲特设法买到了足够的股票，成功进入董事会。该公司董事会的其他董事大多是保险公司的代表，来自桑伯恩的那些大客户。

在首次参加董事会时，巴菲特提议股东们应该得到公司投资组合的相应价值，还提出公司应该通过运用电子设备提高用户的数据使用体验，从而重塑公司地图业务的盈利能力。来自保险公司的董事们不赞同巴菲特的提议，但其他的董事表示赞同。

巴菲特对这些保险公司的董事反对自己的意见很恼火，于是他的合伙公司和朋友圈子继续增持更多的股票（他甚至说服他父亲经纪公司里的客户购买），最终巴菲特拥有了足够的控股权。巴菲特合伙公司持有2.4万股，占桑伯恩公司22.8%的股份，他的投资伙伴持有21%左右的股份。巴菲特将其合伙公司35%的资金投在了桑伯恩地图上。更多巴菲特的思考可见于其1958年致合伙人的信：

“尽管桑伯恩公司低估的程度不比我们持有的其他证券更大……我们成为了（该公司）最大的股东，这使我们具有了很大的优势，可以决定用多长时间去矫正价值的低估。在这项特别的投资里，我们可以肯定在持有期间能够战胜道琼斯指数。”[5]

巴菲特利用控股权，告诉桑伯恩公司董事会其他成员，如果他们不同意他的提议，他将召开特别股东会议，接管董事会。1960年，公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司董事会同意动用投资组合回购股份。巴菲特合伙公司卖出持股，大约获利50%。正如巴菲特所描述的：

“大约有72%的桑伯恩的股票以公允价格被置换为投资组合里的证券，涉及1600名股东中的50%。公司的地图业务和超过125万美元的政府市政债券被保留下来，作为储备金……其余股东拥有的是略有改善的资产价值、有大幅提升的每股盈利，以及提高的分红率。”[6]

学习要点

1. 安全边际。

显然，巴菲特很好地运用了格雷厄姆的思想。他的买价低于净流动资产价值，具有安全边际。他确信公司的盈利能力，因为只要公司改进业务或缩小规模，就可以进一步提升盈利能力。的确，桑伯恩公司今天依然在运营。持有足够多的股票，拥有了控股权，就可以对公司董事会施加影响。

2. 当你拥有巨额资金时，就拥有了更大的影响力。

管理大资金的优势在于，投资人可以掌控一家公司。随着可支配资金的增加，投资人可以瞄准那些不太可能被一小群董事掌控的公司。这样，我们看到29岁的巴菲特与其他人一起合作，对抗尸位素餐的董事会的意志，追求股东利益的最大化。这要求他具有强烈的使命感和目标感，并可以进行良好的沟通，说服志同道合的人（或利益相关的独立股东：这取决于你如何看待这些人）。尽管巴菲特对于冲突具有本能的抗拒，但在涉及股东利益时，他却很有斗志。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例7　邓普斯特农机制造公司（Dempster Mill）

投资概要	投资对象	邓普斯特农机制造公司
	时间	1956～1963 年，巴菲特 26～32 岁
	买入价	28 美元 / 股
	数量	约 3.57 万股，或 70% 的公司股本
	卖出价	80 美元 / 股
	获利	230 万美元，或 230%

1962年1月1日，巴菲特将几家合伙公司整合为一个公司——巴菲特合伙公司（BPL），初始资金为720万美元。巴菲特几乎将自己的全部资金都投入了这家合伙公司，将近45万美元。除此之外，巴菲特在合伙公司中还拥有一部分价值，因为他会将收取的管理费又全部投入合伙公司里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

邓普斯特农机制造公司

邓普斯特农机制造公司位于内布拉斯加小镇比阿特丽斯，生产风车和灌溉系统，是一家小型家族企业。巴菲特1956年开始买进这家公司的股票，当时的股价在16到18美元之间。当时该公司的净资产（账面价值）约为450万美元，折合每股75美元。净流动资产价值约为每股50美元，年销售收入大约为900万美元。

公司的股价非常低，因为公司一直处于盈利微薄或亏损的状况，也就是在盈亏线上挣扎，而且没有迹象表明公司管理层会改善当前模式。此外，公司还有很多负债，身处的行业也前景不佳。巴菲特这样评价邓普斯特公司：

“过去几十年的运营状况不佳：销售停滞；库存周转率低下；投入的资本几乎毫无利润可言。”[7]

简而言之，这是典型的格雷厄姆式投资。这种类型的投资，取得回报有几种可能的形式：①行业的经济前景改善；②公司管理层改进或换人；③公司被清盘；④公司被收购。

巴菲特和他的朋友沃尔特·施洛斯和汤姆·纳普一起持有了公司11%的股份，巴菲特也进入了董事会。他继续买进，最终买下了邓普斯特家族手中的股份。1961年年中，巴菲特合伙公司成为主要持股股东，握有70%的股份，价值约为100万美元（同时，其他几个朋友持有10%的股份），此时，巴菲特被任命为董事长。他们买进的均价为28美元/股。BPL持有的邓普斯特股票价值，占合伙公司总资产的21%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

邓普斯特公司的麻烦

邓普斯特公司参与的很多生意都不赚钱，太多股东的钱被浪费在库存和应收账款上。符合逻辑的做法应该是精简业务，释放出现金用于其他方面的发展，特别是购买市场上物有所值的股票。当巴菲特董事长每月从奥马哈前来公司指示要削减库存时，公司高管们总是点头称是，但却毫无作为。

公司现金短缺状况十分严峻，以至于合作的银行考虑要关闭公司。1962年，公司已濒于破产，估计坚持不了几个月了。巴菲特必须对合伙人做出解释，因为他们有21%的资产可能会消失。这项投资有可能成为巴菲特投资决策的一大失误。然而最终，巴菲特令这家企业起死回生，一位朋友给他帮了大忙，邓普斯特公司被巴菲特重塑为一家有价值的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

查理·芒格

1959年，巴菲特遇见了查理·芒格。芒格是一个地道的知识分子，也是奥马哈人（但当时他住在加利福尼亚州），和巴菲特很有共同语言。他们俩一见如故，惺惺相惜。芒格是为数不多的可以跟上巴菲特成长脚步的人。

芒格曾经是位律师，巴菲特说律师职业作为一项爱好还行，但如果芒格做投资可以干得更好。于是，芒格在加州设立了他的投资基金，并经常与巴菲特通电话讨论投资想法。他们在1962年讨论了邓普斯特的麻烦。当时芒格认识一位意志坚定的企业经理人哈里·波特尔。这个人在加州，他或许能帮上忙。双方达成的薪酬方案很慷慨（主要是利润分成），以说服波特尔搬到比阿特丽斯（邓普斯特公司所在地），结果证明，这样做是值得的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

起死回生

1962年4月，波特尔搬到了比阿特丽斯，主要工作是搞清楚邓普斯特公司亏损的原因，以及裁员。这不是一件容易的事，但必须这么干。巴菲特又雇请了一位新员工比尔·斯科特前往比阿特丽斯，协助波特尔盘点公司库存。这位斯科特先生之前在银行工作，曾经参加过巴菲特的投资课程。除他之外，巴菲特在奥马哈基维特大厦的小小办公室里只有一名员工——公司秘书。

波特尔和斯科特改进了邓普斯特的市场销售策略，他们还卖掉了多余的设备，大幅削减库存，关闭了五个分公司，提高了余下业务的售价（在那些他们是独家供应商的地区，售价提高了500%），还建立了合适的成本控制系统。此外，裁员100人，尽管此举遭到了工会和地方的强烈反对。无形之中，盈亏平衡点被降低一半，释放出来的现金被巴菲特用于股票和债券的投资。

在谈起实际采用的解决方案时，波特尔说：

“如何降低库存，使其能达到可提供合理回报的水准，在这个问题上，我是很伤脑筋的。绝望之下，我直接找来一个画家，在最大仓库的墙面上，距离地面10英尺的地方，画了一道6英寸宽的白线。我叫来工厂主管，告诉他们如果我走进来时，看不见货物堆上的那道白线，就会开除除了运输部门之外的所有人，直到我能看到那道白线。后来，我逐渐将那道白线下移，直到我得到了令人满意的库存周转率为止。”[8]

在这样的管理下，1962年年初公司库存为420万美元，一年之后，仅有大约160万美元。另一方面，1961年11月30日（邓普斯特公司财报年度终点），公司拥有16.6万美元现金以及231.5万美元负债，一年后，变成了大约100万美元现金和投资（与巴菲特合伙公司买的投资标的一样），负债减少到25万美元。1963年7月，股票和债券投资组合增值到了230万美元。邓普斯特的主营业务也实现了盈利（巴菲特1963年致合伙人的信提到，每股至少价值16美元）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实现投资回报

后来，巴菲特想卖掉这家公司，甚至为此在《华尔街日报》登了广告。比阿特丽斯的居民对于将本地最大用工企业拱手他人的前景感到不安。1963年夏天，他们一起集资了大约300万美元，买下了邓普斯特农机制造公司的运营资产继续经营。于是，留下了一个只有现金和投资的邓普斯特公司的壳子。这样，公司就可以进行清算，给股东分配现金了。其中，巴菲特合伙公司占了73%的股份。合伙公司的股票现在值330万美元，折合每股80美元。巴菲特在邓普斯特这笔投资上赚了2倍。

学习要点

1. 商业逻辑是一回事，不被喜欢是另一回事，两者往往无法平衡。

整个比阿特丽斯镇都不喜欢巴菲特，面对抗拒和厌恶，巴菲特充满了恐惧。他发誓，再也不会陷入这种局面——必须对为他工作的人冷酷无情。这就很好地解释了，他为何长期维持伯克希尔公司无利可图的纺织业务；他为何喜欢具有护城河，拥有令人喜欢、信任、尊敬的管理层的公司，因为这些公司可以保持数十年的成长。他倾向于持有这样的公司，无论公司价格的涨跌。巴菲特喜欢长期、积极、正面的关系。

2. 优秀的管理人可以创造奇迹。

巴菲特说：“聘请了哈利是我曾经做过的最为重要的管理决策。邓普斯特公司在两个前任经理人手中是个烫手的山芋，银行都觉得公司快破产了。如果邓普斯特垮掉了，我后来的人生和财富与今天会有很大的不同。”[9]

3. 耐心终将得到报偿。

关于这一点，巴菲特本人的描述是最合适的：“这是我们的优势，买进股票之后什么都不做，持有数月乃至数年，不理会价格波动。评估我们的绩效需要足够长的时间，我们建议至少是三年。”[10]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

4. 发现占用过多股东资本的公司是很重要的。

这样的公司可能资本过剩。哈里·波特尔验证了之前邓普斯特公司占用了太多资本，因为在没有更多集资的情况下，1963年夏天，邓普斯特仅仅利用其60%的资产用于生产，而这完全可以满足生意所需的生产要素。其余的40%可以交给巴菲特投资于市场证券。波特尔在1963年7月给邓普斯特股东的信中谈到了这些：“公司里过剩的资本，对管理层创造令人满意回报的努力至关重要。”

5. 买入价格是关键。

如果你的买价足够低，那么你胜出的概率会很大。正如巴菲特所写的：“不要指望卖得很高。如果买价足够低，那么即便卖价一般，回报也会不错。” [11]

6. 寻找定价权。

很多公司都拥有隐藏的定价权。邓普斯特公司的高管先前没有足够的勇气，提高他们本来可以提高的价格。在巴菲特的职业生涯中，他经常能发现因客户忠诚度而拥有定价权的公司，这是他的独特能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例8　美国运通（American Express）

投资概要	投资对象	美国运通
	时间	1964～1968 年，巴菲特 33～37 岁
	买入价	均价 71 美元 / 股，总额达 1 300 万美元
	数量	5% 股份
	卖出价	约 180 美元 / 股（共 3 300 万美元）
	利润	2 000 万美元，或 154%

沃伦·巴菲特一直将导师本杰明·格雷厄姆定义投资的要素铭记于心：

- 对于一家企业的深入分析。
- 安全边际。
- 满意回报。
- 独立思考，如市场先生的故事中所说的。同时，内在价值的观念也非常重要。

然而，需要留意的是，这些原则可以运用在不同的价值投资策略中。格雷厄姆看重具有较高流动资产的公司，对于安全边际特别敏锐，以避免所投资的公司运营失败。此外，他也会评估公司的盈利能力和盈利的稳定性，以及管理层的能力和诚实品质。

巴菲特依照这些原则投资了很多公司，我们已经看过了他的一些投资案例，如洛克伍德、桑伯恩地图、邓普斯特农机。巴菲特投资其他股票也是按此原则，包括伯克希尔-哈撒韦，在一定程度上是一脉相承。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

重要的变化

早在20世纪60年代初期，巴菲特发现自己分析的很多公司，没有特别强劲的资产负债表，所以无法满足格雷厄姆选股的条件。他还发现，在某些例子中，公司由于拥有强大的经济特许权、稳健的财务状况、诚实能干的管理层，所以具有良好的发展前景。

同时，另外有两个人的思想对巴菲特的影响也很大，一是菲利普·费雪的思想[12]，另一个是与查理·芒格的日常交流。这并不表示巴菲特开始排斥格雷厄姆的方法，仅仅表明在价值的果园里，有很多种类的甜美的果实。

人们常常在股东大会上向巴菲特和芒格提出很多问题，我听到过的最常见的问题之一是："如果以100万美元开始投资，你们会怎么做？"他们的答复是，他们会选择那些小型公司投资，因为那里有更多低估的机会，同时它们的净资产价值更高。现在，巴菲特和芒格的投资动辄数十亿美元，已经无法投资于小型公司，因为这对于他们整体的表现贡献不大。显然，当投资金额数以亿计的时候，买入并长期持有那些拥有特许经营权的公司更加理性。

小型投资人可以两种路径进行投资：以格雷厄姆价值投资方式投资于小市值公司，以及投资于拥有经济特许权的公司——此类公司多为大型公司。而资金较大的大型投资者无法投资于小型公司，因为他们无法在不明显影响股价的情况下，买入足够数量的股票。

从巴菲特投资美国运通的例子，可以看到他进化后的投资方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国运通

这个故事起源于一个骗子，他买下大豆色拉油，储存在仓库里。这种色拉油在商品市场上每天都有市场报价，所以骗子以色拉油的库存仓单作为质押，从51家银行获得了贷款。

美国运通经营仓库储油罐，并出具库存仓单证明色拉油确实存在，并可供交易。很多银行以此为依据，向这个骗子发放了数千万美元的贷款。

你一定能猜到这个故事向何处发展，对吗？揭开这个骗局的线索是，油比水轻，油会漂浮在水上，或者，将油装在一个单独的小罐里，就放在抽样检查的取样口。

这个骗子意识到，如果能让美国运通和其他银行相信，油罐里的色拉油比他实际拥有的更多，他就能借到更多资金。于是，他将大多数油罐注入了海水，只是在海水表面浮了一层真的色拉油。当美国运通和银行派人来检查时，他们会从罐仓里液体的表面取得样本，结果以为油罐里装满了价值不菲的色拉油。

坍塌

1963年9月，骗子的胆子越来越大，以至于他认为自己可以操控市场，而且可以赚大钱。因为当年农作物歉收，苏联需要进口大量色拉油。于是，他动用贷款从经纪商那里融资，买入油料期货。

没想到，美国政府对苏联实施油料禁运，导致价格崩溃。骗子破产了，贷款银行总计损失超过1.5亿美元，他们找到美国运通希望得到赔偿。这个消息使得运通的股价断崖式暴跌，从64美元跌到38美元，分析师们担心公司能否存活下去。

巴菲特的市场调研

20世纪60年代早期，美国运通公司是世界上领先的旅行支票提供商（占有60%的市场份额，它的收费也高于竞争对手），同时也是信用卡领域的龙头。巴菲特在奥马哈他最喜欢的一家餐厅进行观察，他发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现一般人照常使用美国运通卡付账，完全没有受到华尔街色拉油丑闻影响。

巴菲特又到其他使用信用卡的餐馆和场所观察，发现商家依然接受美国运通卡；他到不同的银行和旅行社，发现人们依然喜欢使用美国运通的旅行支票；他与美国运通的竞争对手交流，发现这些同行依然认为运通是个强有力的对手；他询问一些朋友，在奥马哈之外的地方是否还能使用运通卡和运通的旅行支票，结果是他们依然认可运通的服务，认为华尔街丑闻无关紧要。

由此，巴菲特得出结论：美国运通的经济特许权完好无损。这是一家拥有定价权的公司，因为它在行业内居于支配地位，能通过强有力的品牌和网络抓住客户。

人们仍然信任运通的品牌，尽管它在色拉油事件上栽了跟头，但它凭借着过去的可信度，依然拥有强大的商誉，这是一个竞争优势。同时，人们使用旅行支票时采取预付方式，这为运通创造了巨额的现金浮存金。但是，这却不是一个“格雷厄姆式”的投资，因为美国运通的资产负债表并不强劲，不符合条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特出手

1964年年初，巴菲特合伙公司的资金达到1700万美元，其中巴菲特的资金有180万美元。他在没有明显推高股价的情况下，尽量买入了很多美国运通的股票。到1964年6月，巴菲特合伙公司一共持有将近300万股运通股票。

作为一名股东，巴菲特不希望美国运通在此次丑闻中逃避它的责任，因为他明白这类公司的生死取决于它的声誉（这是公司经营特许权的核心要素）。此时此刻，承担财务责任，保全声誉，是公司更好的选择。于是，巴菲特支持运通与几家银行签署了一份6000万美元的和解方案，美国运通的股价随之迅速回升。

到11月，巴菲特合伙公司已经持有美国运通超过430万股。到1965年年初，这项持股的价值已经超过了合伙公司1/3的资产总值。巴菲特继续买入，到1966年，合伙公司花了

1300万美元持有了美国运通5%的股份。到1967年，运通的股价上升到了180美元/股，在这个价格，巴菲特卖出了大多数持股。

学习要点

1. 分析公司本身。

有时候，短期的麻烦会导致股价下跌，但公司长期的价值并未受到影响。如果市场仅仅关注短期，这时，以便宜的价格购买那些优质公司的机会就会出现，这些公司具有经过市场考验的强有力的特许权和优秀的管理层。

2. 机会出现时要大举投资。

当绝佳的机会出现，一定要投入有分量的资金。在运通的案例中，巴菲特投入的资金量高达可掌控资金的40%。

3. 传闻研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你是否会以聊天的方式进行调研（也就是与知晓内情的人交流）？不要轻信那些坐在金融中心大楼里的分析师的建议。以前，在老式帆船上会有桶装饮用水，那里经常成为大家聚集聊天的地方。大家围着水桶——换个现代的说法，就是饮水机——交流信息，从流言和意见，到评论和事实。菲利普·费雪最擅长这种方式，即走出去与了解公司情况的人交流。对象或许是竞争对手。（例如问：除了你们自己，在这个行业里谁是最棒的？）也可以是公司员工、供应商、顾客，等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例9　迪士尼（Disney）

投资概要	投资对象	迪士尼公司
	时间	1966～1967年，巴菲特35～36岁
	买入价	400万美元
	数量	5%的公司总股本
	卖出价	620万美元
	获利	220万美元，或55%

1966年，迪士尼的股价不到上一年度每股盈利的10倍，也就是说市盈率低于10[13]。1965年，迪士尼的税前利润大约为2100万美元，总市值在8000万美元到9000万美元之间。此外，公司账上的现金多于其负债。华尔街认为，虽然迪士尼最近拍摄的音乐剧《欢乐满人间》（Mary Poppins）非常成功，但接下来却没有发展的后劲，所以公司成长前景有限，股价还可能下滑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的行动

巴菲特调研活动的关键是去电影院，坐在孩子们中间观看《欢乐满人间》。他可以感受到孩子们是如此热爱迪士尼的产品，也可以感受到迪士尼那些老电影的吸引力，人们会一直愿意为迪士尼电影付费，一代又一代。一个完美的例子就是《白雪公主》，电影制作完成，完全收回成本之后，还能一场又一场地放映。每过七年，又会有新一代成长起来的孩子想看这部《白雪公主》。此外，迪士尼还可以将人们热爱的卡通形象运用在不同形式的产品上，从学生书包和T恤，到主题公园。并且，米老鼠没有经纪人（不像明星汤姆·克鲁斯），如果有经纪人存在的话，米老鼠和汤姆猫创造的价值或许会被分走不少。

巴菲特和芒格还参观了加州的迪士尼乐园，散步其间，他们一起分析那些娱乐设施的价值。巴菲特还会晤了沃尔特·迪士尼，他盛赞沃尔特对娱乐事业的贡献，以及他极富感染力的热情。沃尔特向巴菲特展示了一项刚建成的娱乐设施，名为《加勒比海盗》，仅此一项设施就花费了1700万美元，这个数字相当于当时迪士尼公司总市值的1/5。巴菲特后来开玩笑说：“可以想象我是多么激动——一家公司的市值仅仅是一个娱乐设施造价的5倍！”[14]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的逻辑——费雪和芒格的因素多于格雷厄姆

在这个案例中，巴菲特关注更多的是迪士尼公司的无形资产，至于公司资产负债表上的数字，他关注的并不多。他觉得仅仅是这些馆藏电影的价值就已经值回买价，而这些资产并未显现在资产负债表上——这些电影记录在账面的价值为零！巴菲特描述他的心路历程如下：

“1966年，人们说：‘《欢乐满人间》这部音乐剧不错，但明年迪士尼不会再有一部《欢乐满人间》，所以，盈利会下降。’我不担心盈利是否下降，因为你明明知道，七年之后它会再次大卖一次……我的意思是，本质上而言，你每七年能收割一次，而且每一次都可以收更多的钱，没有什么系统比这更好了……我见到了沃尔特·迪士尼先生，我们坐下来聊天，他对我谈及公司的整体计划。他真是一个好得不能再好的人了。说起来很可笑，如果他私下里去找一个大风险投资家，或一家美国大公司，如果迪士尼是一非公众公司，并且他说‘我希望你能买这家公司’他们绝对会以3亿美元或4亿美元的估值买进的。可现实是，这家公司每天用市场报价告诉人们，8000万美元是个合适的估值。可喜的是，人们对此视而不见，因为它如此熟悉，正所谓近处无风景。这样的事在华尔街周而复始地发生。” [15]

巴菲特合伙公司投了迪士尼公司400万美元，占5%的股份。第二年，巴菲特卖掉了这些股票，收回620万美元。尽管这项投资实现了不错的收益，但巴菲特还是卖得太快了。对此，巴菲特说：“（在1966年做出的）投资决策是英明无比的，但你们的董事长（指巴菲特）的愚蠢行为抵消了它所带来的良好成果（在1967年卖掉了）。” [16] 巴菲特说这句话，指的是1967年到1995年间，迪士尼的股价上涨了138倍（见图9-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

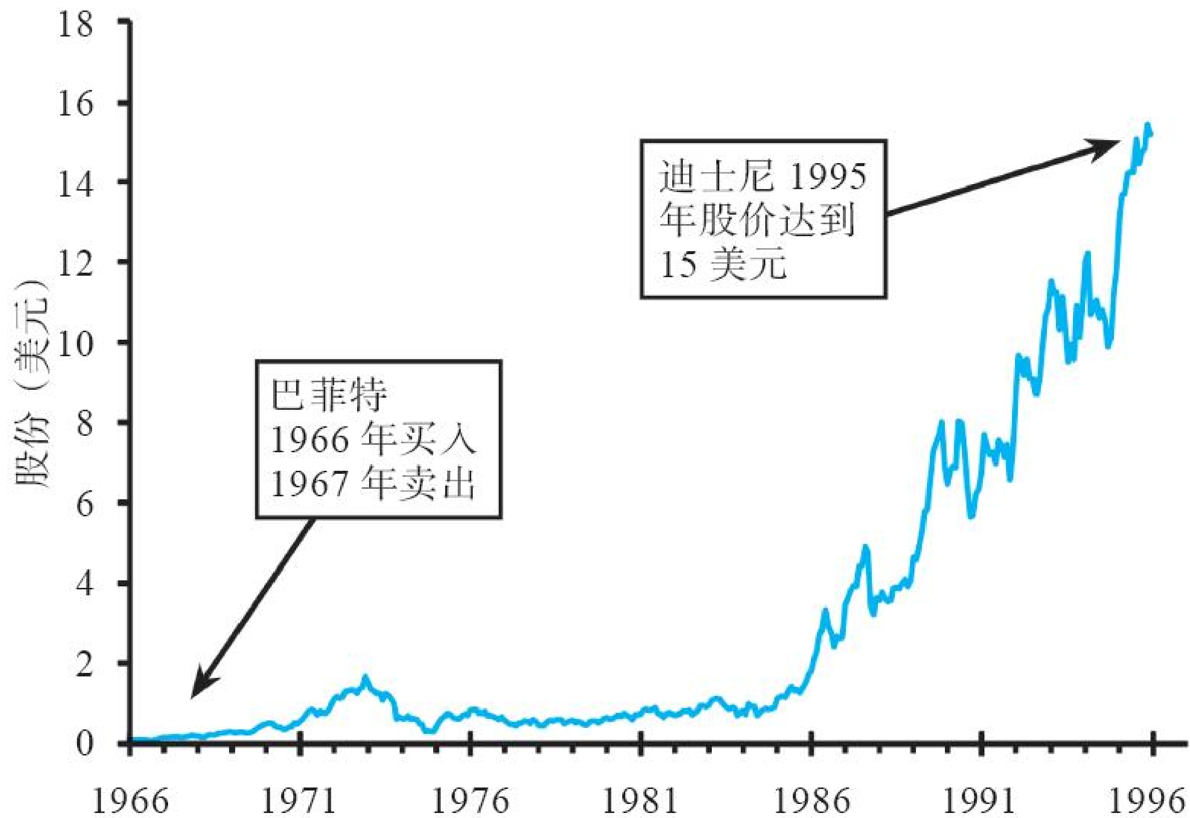


图9-1　迪士尼股价表现（1966～1996年）

学习要点

1. 市场先生可能是个笨蛋。

虽然并不总是如此，但有时候的确如此。着眼长期很重要。机构投资者可能只注重短期。尝试站在公司的角度上思考，一旦眼前的低潮过去之后会怎样。

2. 那种需要少量资本即可不断产生利润的公司是金矿。

迪士尼可以七年一个周期，将那些受欢迎的经典电影再推介给新一代青少年，在这个过程中需要增加的成本很少。迪士尼可以将它的特许经营权推广到新的形式上，从家庭录像到网络下载，同样在这个过程中边际成本增量很小。这类公司就其使用的资本而言，具有非常高的资本回报率。

3. 聊天的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特会晤沃尔特·迪士尼先生，去迪士尼乐园以及到电影院观看迪士尼的影片，以此调研该公司的品牌和产品情况。

4.在日常生活中观察品质。

只要留心观察生活，了解一些公司的产品品质或服务素质并不难。

5.不要太快卖出。

巴菲特在1967年卖掉了迪士尼股票，获利55%，他后来因此懊恼不已，因为在接下来的数十年里，原本有更多的钱就放在桌子上，等着他去拿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例10 伯克希尔-哈撒韦（Berkshire Hathaway）

投资概要	投资对象	伯克希尔－哈撒韦
	时间	1962 年至今
	买入价	每股 14.86 美元；总市值 1 500 万～1 800 万美元
	数量	最初 7% 股份
	卖出价	如今股价为 24.5 万美元 / 股；总市值超过 4 000 亿美元
	获利	数百亿美元

19世纪，位于马萨诸塞州新贝德福德地区的哈撒韦公司是一家生意兴旺的棉纺企业。在第一次世界大战期间，由于军队需要大量军服，产品需求旺盛带来公司利润飙升。到了20世纪20年代，生意被美国南方的廉价劳工抢走了，接下来的大萧条更是雪上加霜，新贝德福德地区的很多工厂都关闭了，企业主带着他们的资金去别的地方投资了。

在一片萧条之中，有一家公司仍继续坚守纺织业，那就是哈撒韦公司。这家公司在战后由西伯里·斯坦顿经营，他再投资1000万美元对工厂进行了现代化改造。斯坦顿和他的兄弟奥蒂斯甚至用个人贷款作为企业的投资资本。

后来，哈撒韦公司进入人工纤维领域，如人造丝，成为男士服装内衬的主要生产者，它还涉足时装和窗饰领域。但是它还是缺乏竞争优势，因为它无法阻止这个市场的新闯入者。最令人沮丧的闯入者来自远东地区，因为他们的成本更低。然而，西伯里·斯坦顿非但没有从公司里抽回资金，反而在压力倍增之际坚守纺织业务。1955年，通过将哈撒韦公司与伯克希尔细纺公司合并，他将公司扩大了一倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔

伯克希尔是位于新英格兰地区的另一家纺织公司，由蔡斯家族控制超过150年，这家公司生产基础的纺织品（以制造床单、衬衫、手帕等）。马尔科姆·蔡斯自1931年以来一直掌管伯克希尔公司，但是到了1955年，他伤心地发现在新英格兰再投资多少钱到纺织业上也是徒劳，投得越多，亏得也越多。

斯坦顿与蔡斯相反，他仍然相信团队的管理能力，并且对于两个公司合并之后强劲的资产负债表感到安心。伯克希尔与哈撒韦合并之后，斯坦顿担任总裁，马尔科姆·蔡斯担任董事长。合并之后的公司拥有超过1万名员工，14个工厂，销售额一度达到1.12亿美元。斯坦顿还订购了新的纺锤，组装了新织布机。

然而，斯坦顿的信心放错了地方，在接下来的十年中，纺织行业越来越不景气了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1955年之后的下滑

我曾经与巴菲特和芒格一起，我们三人一同看了这个时期伯克希尔-哈撒韦的资产负债表。芒格说20世纪60年代的公司可真是小（当时，巴菲特刚刚接手伯克希尔公司）。巴菲特俯下身看了看说：“那是1955年的资产负债表！”并且指着另一页说：“这才是1964年的，这个规模就更小了。”

表10-1显示了1955年伯克希尔-哈撒韦公司资产负债表的概况，也就是我给芒格和巴菲特看时，芒格说小的那一个。

表10-1　伯克希尔-哈撒韦资产负债表（1955年9月）

资产（美元）	
现金	4 169 000
可变现证券	4 580 000
应收账款和存货	28 918 000
物业、厂房和设备	16 656 000
其他资产	1 125 000
负债（美元）	
应付账款和预提费用	–4 048 000
股东权益	
（总股本 2 294 564 股，账面价值每股 22.40 美元）	51 400 000
1955 年年初的股价	约 14～15 美元
总市值	约 3 200 万美元

1955年之后的9年，公司营收达到了5.3亿美元，但是却发生了亏损。在这9年时间里，公司资产负债表缩水一半。请见表10-2。

表10-2　伯克希尔-哈撒韦公司净资产缩水一半（1955～1964年）（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股东权益（1955 年 9 月 30 日）	51 400 000
资本盈余增加	888 000
1956 年到 1964 年净亏损总计	–10 138 000
1956 年到 1964 年现金分红	–6 929 000
回购股份	–13 082 000
股东权益（1964 年 10 月 3 日）	22 139 000

导致资产缩水的部分原因是运营亏损，但更主要的原因是给股东的分红和股份回购。公司支付了1300万美元现金回购，回购的股份略多于总股本的一半。表10-3显示了1964年10月资产负债表的概况。

表10-3　伯克希尔-哈撒韦资产负债表（1964年10月）

资产（美元）	
现金	920 000
应收账款和存货	19 140 000
物业、厂房和设备	7 571 000
其他资产	256 000
负债（美元）	
应付账款和预提费用	–3 248 000
负债：应付票据	–2 500 000
股东权益	
（总股本 1 137 778 股，账面价值每股 19.46 美元）	22 139 000

西伯里·斯坦顿的兄弟奥蒂斯并不认同对纺织业再进行投入的策略，这造成了二人之间的关系紧张，尤其是西伯里的儿子、没有任何经验的杰克被提拔为公司的财务主管，这被视为杰克最终会成为公司总裁的信号。蔡斯家族和奥蒂斯都认为杰克是个糟糕的人选，于是开始寻找替代人选。

伯克希尔的纺织业务与纽约的犹太家族有着长期的默契合作，他们专做伯克希尔工厂纺织产品的后期整理（染色加工），但是霸道的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

西伯里打破了与纽约犹太家族的默契，他扩展业务的决定是毁灭性的。西伯里决定自己设立工厂进行产品的后期整理，直接与这些犹太家族竞争。从事纺织品加工和服装制造的犹太商人不高兴了，于是来自纽约的订单减少，这令伯克希尔的业务雪上加霜，每况愈下。

20世纪50年代末期，以及60年代初期，纺织行业越来越不景气，以至于西伯里·斯坦顿都同意将不盈利的工厂关闭以减少现金压力。在1961年之前的6年中，14个工厂中有一半被关闭，员工人数减少至5800人。1962年，伯克希尔-哈撒韦公司亏损220万美元，股价跌到8美元以下，公司市值不足1300万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特一个“里程碑式的愚蠢”决定

早在20世纪50年代中期，本杰明·格雷厄姆和他的搭档杰里·纽曼就对伯克希尔-哈撒韦（BH）进行了非常认真地研究。毕竟，该公司股价贴近其每股净流动资产价值，而这正是他们寻找标的的一个重要标准。巴菲特在1955年公司合并之后也远远观望着，直到1962年12月伯克希尔的股价跌到7.50美元，他才透过巴菲特合伙公司出手买了一些。那时，伯克希尔-哈撒韦每股运营资本为10.25美元，每股账面价值为20.20美元，营业额为6000万美元，工厂关闭到只剩5间。（巴菲特2014年致股东的信披露）

由于伯克希尔-哈撒韦股价持续低于其净流动资产价值，巴菲特买进了更多。当时，巴菲特并没有接管公司的想法，他采取的是典型的格雷厄姆式捡烟蒂投资法——股票价格便宜之极，以至于绩效稍有波动，或出现一个热情的买家，就能获利了结。正如巴菲特所言：“在大街上捡到的雪茄烟头，可能只剩下一口烟可以吸，但‘便宜的买价’却令其有利可图。”[17]

西伯里·斯坦顿在继续关闭工厂，释放现金进行股票回购。巴菲特的计划是从下一波的回购中获利。没过多久，又有两家工厂关闭，预期可能回购更多股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

决定性的回购

斯坦顿决定在1964年春天完成一次股票回购。伯克希尔-哈撒韦当时的总股本是1583680股，巴菲特合伙公司持有该公司7%的股份。在发出回购公告之前，斯坦顿询问过巴菲特，愿意以什么样的价格出售持股。巴菲特告诉他11.5美元，这比合伙公司买入价高50%。巴菲特后来回忆说："这正是那免费的一口烟，享受完这个之后，我打算继续寻找下一个被丢弃的烟头。" [18]

"好的，成交！"斯坦顿说。但是几天之后，1964年5月6日，斯坦顿给所有股东发出一封信，愿意回购225000股，但出价是每股11.375美元。这比他答应巴菲特的价格低了1/8美元。

巴菲特说："我被斯坦顿的行为激怒了，没有接受他的出价。" [19] 他后来发现，这是一个极为愚蠢的决定——纺织行业依然以恐怖的速度下滑，伯克希尔依然可能继续亏损。当时，明智的做法是坚持原计划，迅速获利了结。但是巴菲特没有这么做，斯坦顿的欺骗惹怒了巴菲特，他非但没有卖出股票，反而买入更多，而且是非常激进地买入，平均的买入价是14.86美元。巴菲特后来评价当时的情况说："1965年年初买入的数量非常大。伯克希尔在1965年12月仅净运营资本这一项，便达到每股19美元。" [20]

巴菲特买入的伯克希尔股票，有的来自斯坦顿的妹夫，有的来自马尔科姆·蔡斯（公司董事长）。到1965年4月，巴菲特已经累计持有了公司总股本1017547股中的392633股。5月，他以38.6%的持股控制了伯克希尔董事会（当时，公司总市值约为1800万美元）。

如今看到巴菲特是如何描述当初的这一幕会很有趣："看看斯坦顿和我的幼稚行为，毕竟，那1/8美元的差价对我们中的任何一个有何影响呢？他丢了工作，而我发现自己将合伙公司里超过25%的资金投在了一个几乎一无所知的糟糕生意里。" [21]

伯克希尔的每一分钱都必须用于维持纺织业务，它没有富余的资金，此外还背负着250万美元的负债。在1998年7月20日《财富》杂志的文章里，巴菲特说："我们因为贪便宜而介入了一个糟糕企业。"他还说，原先推测公司会有很多运营资本，后来才知道只是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场幻觉。伯克希尔不但是一个雪茄烟蒂，而且是一个索然无味的雪茄烟蒂。一家本没有希望的公司，巴菲特却最终将其打造成为一个企业帝国！

今天，伯克希尔-哈撒韦公司已成为世界上规模最大的企业之一（1965年的1200名股东，在巴菲特接管公司20年后，很多都成为了百万富翁）。一路走来，这是一个令很多人着迷的故事，有着很多实用的经验与教训，我们会一一展现。我们首先会讲到巴菲特如何发现合适的领导人，以及赋予对方完全的信任。

1965年，伯克希尔的关键人物不是巴菲特，而是一个从基层打拼上来的制造业经理人，这个人对巴菲特融入公司起到了至关重要的作用，也让他有时间规划必要的公司转型。

造访公司总部

作为公司最大股东的代表，巴菲特受邀参观工厂（这是在1965年5月公司改组董事会之前）。杰克·斯坦顿给巴菲特看了一些公司的财务数据，但是因为太忙没有带他参观工厂。这绝对是一个巨大的失误！

肯·蔡斯（与伯克希尔董事长马尔科姆·蔡斯家族没有亲戚关系）被安排带着巴菲特四处看看。蔡斯是个40多岁谦逊朴实的经理人，他一步一个脚印从基层走到了公司制造总监的位置。奥蒂斯·斯坦顿和马尔科姆·蔡斯已经私下里指定他为公司新一任CEO人选。

蔡斯和巴菲特陆陆续续聊了两天时间，巴菲特希望了解公司各个方面的情况，对于如何解决公司盈利能力低下的问题尤其感兴趣。他希望了解公司所有的问题，以及肯·蔡斯相应的解决方案。在交流中，蔡斯的坦率深深吸引了巴菲特。

经历过邓普斯特农机公司事件之后，巴菲特深知，陷入困境的企业，只有由合适的人来领导，才可能成功。这个人既要具备工作能力，又要具备心怀股东利益的诚实品质。巴菲特认定，谦逊的肯·蔡斯正是他要找的人。

但蔡斯另有打算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但肯·蔡斯已经在另找工作了，因为他痛苦地意识到伯克希尔-哈撒韦毫无前途可言。他已经与一家同行公司谈过了，打算加入他们。

斯坦利·鲁宾是伯克希尔公司负责销售的副总裁，他认识巴菲特，也了解到或猜到巴菲特不久之后会接管公司。他也推测在接管之后，巴菲特会让肯·蔡斯主持工作。于是，他在1965年年初给肯·蔡斯打电话，恳请他不要离职。1965年4月，蔡斯和巴菲特在纽约会面，两人谈了十分钟，巴菲特告诉蔡斯，希望他担任伯克希尔-哈撒韦总裁。巴菲特说自己已经持有了足够多的股份，可以在下一次董事会上接管公司控制权，但请蔡斯在此之前对谈话内容保密。

巴菲特表明，蔡斯可全权管理企业运营，他不会参与日常管理。的确，巴菲特在他所控制的公司中，一般会扮演三重角色：

（1）资本配置；

（2）选择重要的经理人，思考合适的激励措施；

（3）鼓励工作出色的经理人。他不需要日常会议或简报，但他喜欢阅读来自运营单位的数字。

巴菲特已经说服了很多老伯克希尔的蔡斯家族成员将股票出售给自己。奥蒂斯也同意将自己的股票出售给他，条件是巴菲特给他的价格必须与给他哥哥西伯里的一样。到1965年春天，伯克希尔的工厂已经只剩下两个，还有2300名工人。在5月的董事会上，西伯里·斯坦顿辞职，带着儿子杰克愤然离开。肯·蔡斯被选为总裁。奥蒂斯·斯坦顿投票赞同，并继续留任董事会。数年之后，巴菲特合伙公司已经拥有了伯克希尔接近70%的股份。

但面对一个士气低落、行业衰败的新英格兰小纺织公司，你能做什么呢？这真是一个难题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔-哈撒韦：一个老板、一个总裁和一个不赚钱的生意

1965年，巴菲特必须专心管理以奥马哈为基地的合伙投资公司。尽管合伙公司已经投资了很大比例的资金给伯克希尔-哈撒韦公司，但他仍然必须研究数以百计的其他公司，从中挑选投资对象。

巴菲特对于如何管理一家纺织企业毫无头绪，但是他有一个好帮手——肯·蔡斯。蔡斯生在新贝德福德，长在新贝德福德，并且将自己的整个人生都投入了这个行业，他现在是伯克希尔总裁。而沃伦·巴菲特是执行委员会主席，是公司真正的老板（马尔科姆·蔡斯继续留任公司董事长）。

随后，巴菲特通过八个步骤重组了伯克希尔，这八个步骤如下：

1. 摆脱清盘者恶名

在邓普斯特投资案中，巴菲特关闭了工厂，令上百人失业，比阿特丽斯人因此憎恶他。这使得巴菲特的内心深受伤害。

在接手伯克希尔之后，巴菲特立刻向新贝德福德的媒体宣布，公司将照常运营，不会关闭工厂。幸运的是，伯克希尔-哈撒韦恰好赶上了当时人造纤维带动的行业复苏，看起来好像要东山再起了，并且这种繁荣一直持续了两年。不过，也就是两年！

2. 授权

巴菲特信守诺言：所有与工厂运营有关的事情，均由肯·蔡斯全权负责。巴菲特的工作就是管好资金。

3. 激励措施

巴菲特不喜欢用期权作为奖励方式，因为这种方式不承担下跌的风险，它实际上是鼓励管理层用股东的钱去赌博。取而代之的是，他给肯·蔡斯提供了一个购买1000股股票的机会。蔡斯当时的年薪只有3万美元，没有足够的钱买这些股票。巴菲特提议借给他1.8万美元，蔡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

斯接受了这个提议。蔡斯凭着实力证明了自己的忠诚可靠，无论是作为一个职业经理人，还是对他的老板巴菲特。巴菲特现在可以用这家小公司做些伟大的事了。

4. 关注资本回报

巴菲特对蔡斯说，他并不是特别关心工厂的产量，也不关心销售金额或市场份额，而且仅仅关注利润也不完全是设定企业目标的恰当方式。

这其中的逻辑是，如果不考虑投入了多少股东资本，而仅仅看利润规模，是不够充分的。换而言之，使用了多少资本而产生了多少回报，这才是真正重要的。肯·蔡斯的工作会以这个标准来评估。

巴菲特谈起这个观点时说："我宁愿要一个回报15%的1000万美元的生意，也不要一个回报5%的1亿美元的生意。我还有其他地方投钱。" [22]

5. 释放现金

巴菲特明确表示，公司现有的现金并没有为伯克希尔创造足够的回报。蔡斯的任务是尽可能多的释放现金，越多越好。与此相应，蔡斯被要求每月上报财务报表。

6. 尽早报告坏消息

蔡斯被要求，一旦有不利的消息出现，要立即向巴菲特报告。

7. 赞扬关键人员

人们会对激励做出反应，如果他们做得好，就理应得到表扬。巴菲特从来不会忘记表扬那些工作出色的经理人。在1966年致合伙人的信中，巴菲特解释了对伯克希尔的投资，他对合伙人说："拥有优秀的管理层，这是伯克希尔值得拥有的原因……我们幸运之极，能够拥有肯·蔡斯这样一流的人才管理公司，我们还拥有几位业内最好的销售人才，他们领导着公司的各个部门。"

8. 巴菲特是唯一的资本配置者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

考虑到伯克希尔公司历史上投资了很多资金到纺织业务中，巴菲特必须拥有对资金的控制权。凭借对其他行业的了解，他可以在更大范围内进行资本配置，把资金投在好的投资标的上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最初的两年

在巴菲特掌管伯克希尔最初的两年里，公司是盈利的。尽管肯·蔡斯拿着看起来不错的规划项目来找巴菲特，但最终投入到工厂的资金很少。鉴于伯克希尔-哈撒韦糟糕的历史平均回报，巴菲特也并不看好未来回报。

蔡斯设法完成他的工作，从库存和非流动资产中释放出现金。公司开始有一点分红，后来就取消了，因为不分红可以节省现金。

有些业务部门亏损得太厉害，继续运营下去是愚蠢的，每一个明眼人都能看出来，例如占了公司近10%产量的精纺棉部门。该部门后来被关停，数以百计的工人也失去了工作。

到1967年年初，伯克希尔已经积累了相当的现金，1966年的年度报告披露了公司未来收入的潜在来源：“公司一直在寻找合适的收购对象，范围不局限于纺织行业。”我们在下一章会看到一个出色的收购案例。

学习要点

1. 拒绝情绪化。

巴菲特的愤怒导致他控制了一家衰落的公司70%的股份。他必须奋力求生，还好他干得不错，运气也非常好，结局很完美。但是，如果他开始收购的是一家有前途的公司，应该会干得更好。

2. 高质量的管理和忠诚至关重要。

经营企业最聪明的方法，就是激励重要人员的积极性，将经营目标和财务奖励措施挂钩，而且方案要简单（几句话就行，根本无须劳烦所谓薪酬顾问准备长篇累牍的激励报告），只要他们能好好为股东利益服务。

3. 重新配置资本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一家公司不必拘泥于仅投资自己所在的行业，其他行业或许有回报率更高的机会。

4. 善待所有打交道的人。

在1965年之后的20年里，有很多次伯克希尔应该做出冷酷无情的理性行为，关闭工厂，将资金用于回报更高的投资上。但巴菲特长期坚持经营纺织厂，不愿意轻易解雇员工。他的正直与生俱来、发自本性，并非受外界影响，这也是公司非常重要的资产。

很多打算出售企业的家族在伯克希尔的大家庭中受到欢迎：永续经营、长期价值观、诚实，在这里始终都是重要的信条；资产剥离，以及其他形式的短期逐利，在这里是令人反感的。几十家公司的家族成员依然在忠诚地管理着这些公司，尽管几十年前他们已经将公司卖给了伯克希尔。他们都已经成为亿万富翁，但他们喜欢与朋友巴菲特在一起，因为巴菲特给了他们工作的自由、尊重、赞美以及使命感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例11　国民赔偿保险公司（National Indemnity Insurance）

投资概要	投资对象	国民赔偿保险公司
	时间	1967 年至今
	买入价	860 万美元
	数量	整个公司
	卖出价	目前价值数十亿美元
	获利	数十亿美元

让我们来梳理一下进度，现在已经讲到了1965～1967年这段时间，巴菲特合伙公司的资金达到了3000万美元到6000万美元的规模。由于巴菲特收取的管理费会再投入合伙公司里，所以巴菲特的个人资产在合伙公司大约占到了1/5。

伯克希尔-哈撒韦公司只能生产同质化的纺织品，说它是一家糟糕的企业也不为过，而巴菲特合伙公司已成为这家企业的大股东。当时，伯克希尔的净资产约为2200万美元，其市值与净资产值差不多。在这期间，伯克希尔想方设法地创造了一些利润，但巴菲特非常清楚，长期而言，这家公司永远不可能提供令人满意的回报。

巴菲特指示，在得到他的许可之前，不准对纺织业务进行任何新增投资。此外，他还指示，在可以维持工厂开工的情况下，尽可能压缩存货和应收账款，以节省现金。只要工厂的管理层和工人们愿意尽力产生利润，巴菲特是不愿关闭工厂的。这种情况一直维持了20年之久。

巴菲特将大部分时间投入在为合伙公司的资金寻找新的投资方向上，但他也必须关心伯克希尔的出路。他定期与总裁肯·蔡斯通电话，讨论在伯克希尔的运营中，什么地方还能再开源节流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

杰克·林沃尔特

20世纪50年代，在巴菲特合伙公司成立初期，巴菲特就接触过一位家喻户晓的奥马哈名人，并鼓动他投了一些资金。这个人就是杰克·林沃尔特，他白手起家创建了一家保险公司。尽管当时的巴菲特看起来像一个十几岁的少年，林沃尔特还是打算投资他1万美元。但巴菲特拒绝了，因为巴菲特认为他至少应该投5万美元，少于这个数字，他不会接受！

林沃尔特没有读完大学，但他是一个精明的商人，他说："如果你认为我会将5万美元交给一个毛头小伙子，那你简直比我想的还要疯狂。"[23] 他打消了投1万美元的念头。多年以后，他反思这5万美元如果交给巴菲特会有怎样的结局？得到的结论是：20年时间，他的5万美元会达到200万美元。

从20世纪50年代到60年代初期，巴菲特只是远远地观察着林沃尔特的国民赔偿保险公司，眼看公司变得越来越强大。最终，在1967年2月，巴菲特终于登上了这艘快船，有机会参与这家优秀公司的未来成长。这项投资使得伯克希尔-哈撒韦公司踏上转型之路，开始向伟大进发。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1967年的国民赔偿保险公司

1940年，杰克·林沃尔特和他的兄弟亚瑟·林沃尔特一起创办了国民赔偿保险公司（NICO），因为他发现奥马哈当地的两家出租车公司没有地方可以买到责任保险。国民赔偿保险公司成立之初只有四名员工，包括林沃尔特兄弟二人。他们看到了在非标风险方面提供保险产品的巨大潜力，因为那些保险业巨头对这些非标风险避而远之。每一个合理的风险总有一个合适的溢价，这个哲学被引用在杰克·林沃尔特的格言里："没有坏的风险，只有坏的费率。"

他的意思是对于投保风险较高的类别，如长途运输卡车、出租车、租赁车或公共汽车，只要保费高到足以覆盖其风险，它们就是好生意，不应该轻易拒绝。因此，国民赔偿保险公司不仅承保车辆，还承保一些相当不寻常的对象，包括：

- 马戏团的驯兽员和其他表演者。

- 舞蹈明星的腿。

- 电台寻宝——如果有人根据神秘线索发现了隐藏的物品，保险公司负责掏钱。

杰克·林沃尔特素以极其节俭而闻名，如随手关灯，以及他从来不穿西装去吃午餐，以免支付衣帽间存衣服的小费。这些都是真正的价值追求者的天性，毫无疑问，林沃尔特正是巴菲特喜欢的那一类人。林沃尔特在其他方面也有可爱之处，比如他的智慧和商业知识，他知道什么时候该冒险、什么时候该撤退，时机总能把握得很好。就这样，林沃尔特和巴菲特成了好朋友。

1967年2月，国民赔偿保险公司承保了很多业务，它的浮存金达到了1730万美元。这些资金以保费的形式预先收取，尚未用来支付理赔和运营费用。

如果保费持续流入，而承保原则坚持不变（也就是保单没有被低价出售），那么保险浮存金会维持在1730万美元，甚至继续增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

林沃尔特认为自己是个投资高手，想为公司浮存金寻找投资的地方，以便为公司多提供一个收入来源。巴菲特认为自己会干得比林沃尔特更好，他发现如果公司的承保业务只要盈亏平衡，甚至小幅亏损，只要他能动用一部分浮存金进行股票投资，就能赚钱。

像以往一样，巴菲特觉得有必要扩大他的能力圈，将保险行业揽入怀中。于是，他花了很多时间泡在图书馆里，研究保险运营的机制和逻辑。最终，他找到林沃尔特，打算说服他将保险公司卖给自己。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收购国民赔偿保险公司

如果不是另外一个奥马哈人——查尔斯·海德的出现，或许国民赔偿保险公司的交易就不会发生了。海德是奥马哈当地的一位股票经纪人，20世纪50年代初，他与巴菲特是竞争对手，他们各自游说有钱的客户通过自己所在的证券经纪公司交易股票。

海德非常欣赏巴菲特，也是巴菲特合伙公司最早的合伙人之一。在60年代巴菲特刚刚起步之时，海德在奥马哈已经是很受尊重的市场人士了。他们时不时在一起讨论，有一次就谈到国民赔偿保险公司，因为海德是该公司的董事。他告诉巴菲特，有几次，客户索赔发生了令人不悦的状况，林沃尔特非常恼火，当时，他都想不干了，想将整个公司卖掉。但海德也提到，林沃尔特的这种恼火，通常每年只出现15分钟。

说者无心，听者有意，这个消息对于巴菲特而言，如闻仙乐。他告诉海德，下一次林沃尔特发火想卖公司的时候，就打电话告诉他。同时，巴菲特也请林沃尔特把寄给外部小股东的信息顺便寄给他。林沃尔特误以为巴菲特只是想巴结自己，显示一下对NICO管理浮存金投资的兴趣而已。他以为巴菲特是想从他这里知道公司买了什么股票，所以答应了巴菲特的要求。实际上，巴菲特真正感兴趣的是公司如何运营，他从林沃尔特发给他的资料中了解了公司多年以来的历史情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1967年2月

查尔斯·海德在股票大宗交易方面名气很大。1967年年初，他收到杰克·林沃尔特打来的一个电话，问他是否能为国民赔偿保险公司找到一个买家，公司售价为1000万美元。于是，按照之前的承诺，海德立刻将这个消息告诉了好友沃伦·巴菲特。在那个非同寻常的下午，一场会议召开了。会议很短，因为林沃尔特正准备回家，第二天他还要出去度假。关于公司出售事宜，巴菲特问了如下几个问题：

巴菲特：“为什么你之前不愿意出售公司？”

林沃尔特：“因为都是骗子和破产的人想要它。”

巴菲特：“还有别的原因吗？”

林沃尔特：“我不希望其他股东得到的每股报价比我的低。”

巴菲特：“还有别的原因吗？”

林沃尔特：“我不想出卖我的保险经纪人。”

巴菲特：“还有吗？”

林沃尔特：“我不希望我的员工担心失去工作。”

巴菲特：“还有吗？”

林沃尔特：“我为这家公司是一家奥马哈的公司而感到自豪，我希望它能继续留在奥马哈。”

巴菲特：“还有吗？”

林沃尔特：“我不知道，这些还不够吗？”

巴菲特：“你的股票值多少？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

林沃尔特："《世界先驱报》（奥马哈当地的报纸）上的每股市价为33美元，但实际上每股价值50美元。"

巴菲特："好吧。我要了。" [24]

林沃尔特没有预料到这样的结果，他根本没想到巴菲特想买下公司。他冷静下来，回想了一遍，或许他并不太确定是否真的打算卖掉公司。林沃尔特后来回忆道："然而我想，至少巴菲特拥有诚实的名声，财务实力上也没有问题，这样看来，卖给巴菲特或许不是一个坏主意。此外，我觉得等我从佛罗里达度假回来的时候，或许他会改变主意。" [25]

但是，巴菲特这边心意已决。一周时间，他已经准备好了交易文件（一份只有一页纸的合同），并且准备好资金准备支付，他不想有任何拖延，以免林沃尔特改变主意。其实，巴菲特料到林沃尔特已经改变心意，但他同时也了解林沃尔特是个言而有信的人，不会轻易食言——尽管林沃尔特闪念之间曾试图阻止巴菲特收购。

林沃尔特度假回来没多久就签了合同，他晚了十分钟出席会议。从那以后，有个笑话说，他迟到是因为开车兜圈子找还有剩余时间的计时停车咪表（据说这样停车可以免费）。总之，林沃尔特是一个极其节俭的家伙。据传说，实际上当时他仍然不太确定是否真的想卖公司。伯克希尔-哈撒韦最终以860万美元买下了国民赔偿保险公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特接手国民赔偿保险公司

如何留住有才能、有经验的人才，巴菲特在这方面非常在行。他不在意他们是否上了年纪，因为经理人的知识眼界、判断力，以及人脉资源对于一个公司的成功至关重要。此外，巴菲特还有很多投资需要考虑，他不可能管理任何一个子公司每天的运营细节。

于是，他说服了杰克·林沃尔特留在公司继续工作。巴菲特没有亏待他，支付了很高的报酬，也进一步加深了彼此的友谊。林沃尔特刚开始以为留任只是一个30天的过渡期，没想到这一留就是六年之久。他说："我发现巴菲特是个深思熟虑的董事长，我在公司继续留任超过了六年，那时我已经远远超过了正常的65岁退休年龄。[26]"林沃尔特还做了一件极其明智的事，他用卖掉国民赔偿保险公司的部分资金买了一些伯克希尔-哈撒韦的股票，这又为他赚了不少。

那么，国民赔偿保险公司是否具有竞争优势呢？

在思考这家公司的竞争优势时，让我们看看2004年巴菲特给伯克希尔-哈撒韦股东的信里是怎么说的：

"我们买下这家公司的时候，这家做商业车险和一般责任保险的公司，并未显现出任何与其他公司不同的、能够克服业内痼疾的特征。该公司并不出名，也不具备信息优势（甚至从来没有精算师），运营成本也不低，通过一般经纪人队伍销售保单，这被很多人认为是一种过时的方法。不过，在过去的38年，几乎每一年，国民赔偿保险公司都表现出色。必须承认，如果当年我们没有做这项收购，伯克希尔今天的价值能有一半就已经算是走运了。

我们所拥有的，是大多数保险公司无法复制的管理思维。（请见表11-1。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表11-1　国民赔偿保险公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年 度	保费收入（百万美元）	年末雇员人数（人）	运营成本与保费收入比（%）	承保利（损）与保费比（%）
1980	79.6	372	32.3	8.2
1981	59.9	353	36.1	（0.8）
1982	52.5	323	36.7	（15.3）
1983	58.2	308	35.6	（18.7）
1984	62.2	342	35.5	（17.0）
1985	160.7	380	28.0	1.9
1986	366.2	403	25.9	30.7
1987	232.3	368	29.5	27.3
1988	139.9	347	31.7	24.8
1989	98.4	320	35.9	14.8
1990	87.8	289	37.4	7.0
1991	88.3	284	35.7	13.0
1992	82.7	277	37.9	5.2
1993	86.8	279	36.1	11.3
1994	85.9	263	34.6	4.6
1995	78.0	258	36.6	9.2
1996	74.0	243	36.5	6.8
1997	65.3	240	40.4	6.2
1998	56.8	231	40.4	9.4
1999	54.5	222	41.2	4.5
2000	68.1	230	38.4	2.9
2001	161.3	254	28.8	（11.6）
2002	343.5	313	24.0	16.8
2003	594.5	337	22.2	18.1
2004	605.6	340	22.5	5.1

“你能想象有哪家上市公司能接受我们所经历的，从1986年到1999年的收入下滑吗？必须强调的是，营业收入的巨幅下滑，并不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为生意难做。如果我们愿意降价，会有数十亿美元的保费等待我们去承揽，可以大大增加营收。但是，我们坚持以稳定的价格获得利润，不像大多数乐观的同行那样低价竞争。我们从未离开客户，是客户离开我们。”

对巴菲特的上述文字展开一下：很多保险公司发生亏损是因为他们没有遵从商业规律。他们大幅降低保费以争夺更多的市场份额。他们依靠庞大的销售队伍推动业务增长。这使保险利润陷入盈亏交错的循环中，因为低价倾销的保单通常定价不合理，从而导致保险公司亏损倒闭，或被迫转型。最终，保险行业整体保费提高，于是开始另一轮循环。

巴菲特致力于打破这种痼疾，他说如果自己的保险公司是因为不愿意跟同行低价竞争，从而导致生意下滑，他不会因此而强制裁员。这样做，当然要付出短期的代价，但是培养了公司注重长期利润的文化，这一点具有非凡的价值。国民赔偿保险公司严格恪守承保纪律，这意味着，该公司的浮存金成本为零，因为公司的承保业务多年以来，一直有利可图，或仅仅发生小幅亏损。

保险业务提供的浮存金不断增加，加上巴菲特运用浮存金投资的能力，这两者是成功的重要因素。正如巴菲特所言，伯克希尔-哈撒韦旗下的大多数业务是保险公司，并非偶然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

严重的失策

巴菲特认为，他投资国民赔偿保险公司的交易方式，是比购买伯克希尔-哈撒韦更为严重的错误，他说：“这是我生涯中代价最大的（错误）。”这句自责（写在2004年巴菲特致股东的信中）需要做一些解释。理解这其中逻辑的关键，是他的主要责任是对合伙人负责，巴菲特对此非常在意。合伙公司的资金100%属于合伙人，如果这些资金用于购买物有所值的标的，那么全体合伙人会获得100%的好处。所以，如果国民赔偿保险公司是一项不错的投资，巴菲特说服卖家全部出售，以巴菲特合伙公司接手，那么全体合伙人就享有这家公司的全部收益（当然，要减去巴菲特的管理费）。

而巴菲特的失误在这里：他没有通过合伙公司直接收购国民赔偿保险公司，而是通过伯克希尔-哈撒韦公司收购。1967年2月，巴菲特合伙公司持有61%的伯克希尔公司股份。这意味着有39%的国民赔偿保险公司的价值，流入了合伙人之外的其他人手里。

“那么，为什么我不直接用巴菲特合伙公司买NICO，而用伯克希尔买？这个问题，我思考了48年，也没有得到答案。我犯了一个巨大的错误……我选择用一个持有61%股份的糟糕公司（BH），与一个优秀公司（NICO）结合，并持有后者100%的股份。这个决策最终导致巴菲特合伙公司的全体合伙人，将大约1000亿美元的价值，转手送给了一群陌生人。”[27]

好的一面是，巴菲特让这些“陌生人”（伯克希尔的其他股东）赚了很多钱，也让合伙公司的合伙人赚了很多钱。此外，投资国民赔偿保险公司也成为闻名于世的成功故事。

学习要点

1.在收购一家公司之前，应该做好观察数年的准备。

认真分析该公司，将其放在观察名单上，在心中衡量其价值。一旦机会出现，就可以做出心中有数的出击。如果没有机会出现，就将资金用于其他地方，投资于那些具有安全边际的目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2.保险公司的浮存金可以用于投资赚钱。

即便公司的承保业务仅仅处于盈亏平衡点，或是略有亏损，也不成问题。对自己的投资水平有信心的人，可以多收购几家保险公司以获得更多的浮存金。这正是巴菲特做的事情。

3.长期持有优秀公司。

国民赔偿保险公司的最初业务一直被保留下来，并持续了50年。巴菲特从来没有想过出售它，它依然生意兴隆，只不过它的光芒被掩盖在集团再保险业务的巨大成功之下（再保险公司为保险公司提供保险）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例12 霍希尔德-科恩公司（Hochschild-Kohn）

投资概要		
	投资对象	霍希尔德－科恩公司
	时间	1966～1969 年
	买入价	480 万美元
	数量	80% 的公司总股本
	卖出价	400 万美元
	获利 / 亏损	亏损 80 万美元

20世纪60年代后期，30多岁的巴菲特已经成为百万富翁。多年以来，他管理着投资合伙公司，回报超过6%的部分，巴菲特可以获得25%的业绩管理费。他每年的平均回报率为30%左右，管理的资金规模也渐渐成长到了5000万美元。就这样，巴菲特既能让他的合伙人开心赚钱，自己每年也能赚取上百万美元。

巴菲特一般都会将业绩管理费收入再次投入合伙公司，这样，年复一年，他在合伙公司里持有的比重越来越大。合伙公司仍持有苦苦挣扎之中的伯克希尔70%股份，现在伯克希尔以860万美元收购了国民赔偿保险公司。同时，巴菲特坚决限制伯克希尔对纺织业务加大投资。

被巴菲特合伙公司掌控大多数或全部股权的公司，不是只有伯克希尔-哈撒韦一家，这期间还有另外一项重大投资：收购霍希尔德-科恩公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

霍希尔德-科恩公司

1966年1月，巴菲特的一个朋友、投资银行家大卫·桑迪·戈特斯曼提醒巴菲特，一家位于巴尔的摩的百货公司处境不佳，可能有机会收购。这家公司就是霍希尔德-科恩，该公司竞争力疲弱，需要大量投资进行翻新改造。这是一家由科恩家族持有的私人公司，家族的下一代中几乎没有人愿意接班继承这项事业，而且他们知道公司支付不了太多现金股息。公司CEO马丁·科恩告诉戈特斯曼，他们打算卖掉公司，即便是“折扣价”也能接受。

从一开始巴菲特就明白，这项交易是“以三流的价格买进一个二流的百货公司”。但他喜欢资产负债表上的净资产情况（比公司市值高），以及隐匿性资产（没有记录在案的房地产价值），以及后进先出记账法下的库存，这意味着旧库存按照以前的价格估值，而不使用现在的价格。

交易

巴菲特和芒格与科恩一家会面，并且很喜欢他们。根据公司资产负债情况，他们出了一个价格希望购买整个公司。路易斯·科恩同意管理公司。他们设立了一家新公司，用于收购霍希尔德-科恩的全部股份，交易在1966年3月完成，这家新设立的控股公司名叫多元零售有限公司。从新公司的名字可以看出巴菲特和芒格的想法：他们想建立一个零售集团。巴菲特合伙公司持有多元零售公司80%的股份，查理·芒格的投资合伙公司惠勒·芒格公司持有10%，戈特斯曼的基金持有10%。霍希尔德-科恩公司的收购价是1200万美元，大约一半的收购资金是其控股公司多元零售公司借贷来的。

惠勒·芒格公司位于加利福尼亚州，与巴菲特没有关系，但是芒格和巴菲特每天都会通电话，他们有很多共同的投资。惠勒·芒格公司的运营从1962年到1975年，平均年化回报率达到19.8%，远超同期道琼斯指数，后者的年化回报率仅有5%。

再次强调优秀人才的重要性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特在1966年给合伙人的上半年年度信件中提到惠勒·芒格公司："我们拥有一流的人才管理公司（无论是从个人，还是从公司的立场而言）……他们会一如既往地继续下去。"他接着强调了他极其看重公司管理层："如果管理层能力不佳，即便是价格再低，我们也不会收购这家企业。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结果如何

1967年夏季，根据巴菲特自己的描述，他对霍希尔德-科恩公司的表现非常满意。有意思的是，在同一封信中，考虑到未来的前景，巴菲特对于伯克希尔-哈撒韦公司感到相当失望。

1968年1月，巴菲特表示自己与合伙公司控股的企业的高管们相处愉快，于是他决定合伙公司继续投入大部分资金，给他持有全部或绝大部分股权的公司，即使这意味着他的年度回报目标必须降低：

“我们控股的公司具有令人满意的回报，这是投资回报目标调低的一个次要因素，这在10月9日的信里讨论过（从超越道琼斯10个百分点，改为9个百分点以下或超越5个百分点）。当我与喜欢的人打交道时，在那些企业里，我有内心的激动（哪个企业不激动人心呢？），可以取得令人满意的资本整体回报（比如说10%～12%），当我们身处这样的环境里，为了区区几个点的所谓更高回报而跳来跳去，是非常愚蠢的。

在我看来，如果与一群不错的人打交道，可以取得令人满意的回报，那么根本没有必要冒着招惹麻烦的风险，以博取更高的回报，这样做是不明智的。”[28]

尽管巴菲特一般不会卖出控股公司，但后来，他还是将霍希尔德-科恩从他引以为傲的名单中划去了。在这个荣誉榜上，有国民赔偿保险公司和联合棉纺公司（在下一章中讨论），却没有伯克希尔-哈撒韦纺织厂和霍希尔德-科恩公司。巴菲特否决了百货公司管理层提出的扩展开店计划（甚至后悔之前进行的开店计划），以避免浪费资金。

对霍希尔德-科恩投资案，芒格表示：“我们深受格雷厄姆思想的影响，我们认为如果你付出的资金能够获得足够的资产，无论如何都不会得到太坏的结果。我们没有考虑到在巴尔的摩有4家百货公司，竞争十分激烈。”[29]

1968年，百货公司的营业额大幅下降，巴菲特开始为霍希尔德-科恩寻找买家，或者清盘公司。幸运的是，一家名为通用超市的公司对此有意。1969年12月，通用超市以5045205美元外加公司无息贷款票据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的方式收购了霍希尔德-科恩。这样，多元零售公司的银行账户收到500万美元现金，并成为通用超市公司的债务持有人，这些债务中的200万美元于1970年年初到期，另外454万美元于1971年年初到期。这些债务的现值（指的是1969年）大约为600万美元。这样算来，多元零售公司此次出售霍希尔德-科恩共收到大约1100万美元。多元零售公司留存了收到的现金，它欠自己的债权人大约600万美元，数额与它持有的通用超市的债券差不多。

在这次三方合作对霍希尔德-科恩公司的投资中，巴菲特合伙公司、查理·芒格的基金和戈特斯曼先生的基金都录得了数额不大的亏损。零售业的问题是管理层要一直面对来自竞争对手的挑战。如果他们想出了一个好主意提升产品销量，竞争对手很快就会如法炮制，他们必须始终处于游戏的顶端才行。除此之外，他们还必须跟上竞争对手层出不穷的创新步伐。

正如巴菲特所说，零售业的管理层必须“每一天都保持聪明”，而其他行业的管理层即便在一段时间里表现平庸，也不会对公司造成毁灭性影响。所以，具有品牌的公司，例如《华盛顿邮报》、可口可乐和迪士尼，这些公司的管理层即便有一两年表现很差，他们也能维持特许权（在客户心中的地位）不受太大影响。百货公司没有这样宽松的环境。当然，也有卓越的零售商，他们每一天都很聪明，能年复一年地击败对手，但是这样的零售商很少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

学到了什么

在这里，我引用巴菲特的反思来讲解可以从这个案例中学到什么。在1989年巴菲特致股东的信中，他谨慎地强调了他的改变，从原来的注重“量”（特别是资产负债表），转变为注重“质”。这个思想的转变正是由于收购霍希尔德-科恩公司发生的失误导致的。[30]

“在收购伯克希尔之后不久，我收购了位于巴尔的摩的百货公司霍希尔德-科恩……我的买价远远低于该公司的账面价值，公司人员也是一流的，整个交易还包括一些额外的福利——例如：未记录在案的房地产价值、后进先出记账法下的库存。面对这样的好机会，我怎么可能拒绝呢？所以（你懂的），三年之后，我很幸运能以原价将其脱手。在终于与霍希尔德-科恩分手以后，我感觉自己像是一首乡间民谣中描述的丈夫的角色，民谣中唱到：‘我老婆和我最好的朋友跑了，我仍然非常想念我的朋友。’”

这段文字表明，巴菲特已经意识到“量”的因素不足以成就伟大的投资，在他的职业生涯中，他开始越来越关注“质”的因素。

有关霍希尔德-科恩投资案例的进一步思考如下。

学习要点

1. 以合理的价格买进一家好公司，远胜过以好价格买进一家一般的公司。

寻找由一流经理人管理的一流企业。

2. 优秀的骑手在良马上会表现出色，但在劣马上可能毫无作为。

无论是伯克希尔，还是霍希尔德-科恩公司，都由能干且诚实的经理人管理。同样的管理层如果在一个具有良好经济特征的企业里工作，或许能取得卓越的成就。但让他们陷入流沙般的困境之中时，他们也只能一筹莫展，毫无作为。巴菲特说，一个声名卓著的经理人如果去管理一个声名狼藉的企业（可以肯定的是，这两者的声誉有一个会改变），通常不变的会是这个企业的名声。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3. 避开有麻烦的企业。

巴菲特曾经说过，他和芒格都没有学会如何解决陷入困境的公司的问题，但他们学会了如何避开这样的公司。无论是做生意还是投资，常识告诉人们投资那些看得懂的、简单的公司，远比解救问题公司更有利可图。偶尔会出现伟大的公司陷于暂时的、可解决的巨大危机之中，这会是一个伟大的投资机会。之前章节中提到的美国运通和盖可保险公司，就属于这样的例子。

4. 商业中极其重要的无形力量是惯性驱使。

巴菲特曾说，他发现：

①就像物理学上的牛顿第一定律的描述，一家机构（企业）会拒绝在当前方向上做出改变。

②就像工作是为了填满可用时间一样，有些公司的项目或收购就是为了花光手里的钱。

③公司领导的任何愿望，无论多么愚蠢，都会被其部下证明是可行的。他们会迅速准备关于回报的细节和策略研究，以支持证明领导的想法确实可行。

④同行的行为，无论是企业扩张、收购兼并，还是制定高管激励措施，都会引发盲目的模仿。

巴菲特一直在优化管理他的投资，以使惯性驱使的影响最小。要达到这个目标，有一个方法，就是与那些他喜欢、信任、欣赏的人打交道，只投资拥有这样的经理人的企业。

5. 巴菲特不是天生的投资家或商人。

他不断从经验中学习，能从个人的直接经验和他人的间接经验中，学习事物发生的本质。这种学习的过程需持续数十年之久，即使达到很高的水平也不能避免犯错。保持终身学习，是作为一个投资者的前提条件。巴菲特对于纠正错误的开放心态，意味着他可以做出足够多的好决策，以实现整体的卓越表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例13　联合棉纺公司（Associated Cotton Shops）

投资概要	投资对象	联合棉纺公司
	时间	1967 年至今
	买入价	不确定，但曾提到的数字为 600 万美元
	数量	公司总股本的 80%
	卖出价	不确定，因为 20 世纪 70 年代合并入伯克希尔
	获利	不错，但没有单独说明

1967年，巴菲特已经掌管了规模非同一般的资金数量，他不再仅仅遵循传统的方式，仅限于持有上市公司的少量股票，取而代之的是，他让巴菲特合伙公司成为一家濒临破产的纺织公司——伯克希尔-哈撒韦的大股东。不久伯克希尔旗下开始拥有了保险公司。此外，合伙公司的480万美元被投入了一家名叫多元零售的新公司，持有该公司80%的股权，巴菲特成为公司CEO。多元零售公司在1966年贷款600万美元，收购了霍希尔德-科恩公司。

1967年年初，巴菲特和多元零售公司的少数股东同意拓展零售帝国，他们收购了一家服装连锁店——联合棉纺公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

联合棉纺公司的生意

联合棉纺公司成立于1931年，创始人是本杰明·罗斯纳（另一位创始人利奥·西蒙，于20世纪60年代中期去世）。公司刚开始只有一家位于芝加哥的商店，启动资金仅3200美元。经过36年的发展，公司拓展到80家商店，年营业额达到4400万美元。这家公司的商店通常位于城内拥挤老旧的区域，很多商店的位置相当糟糕（员工们不时要提防小偷）。1967年，罗斯纳已经63岁，他以省吃俭用和工作狂而闻名，这些正是巴菲特所欣赏的品质。有一个巴菲特津津乐道的关于罗斯纳的有趣故事，能充分展现出罗斯纳对生意的痴迷，以及他的特立独行、与众不同，就像巴菲特一样。

有一次罗斯纳出席一场正式晚宴，他与另一位企业家谈论生意的细节，聊得很投入。他热切地想知道自己买的卫生纸是不是最便宜，这是典型的有趣的晚宴话题，你懂的。那个人说他的进价比罗斯纳的高，但罗斯纳听了这话非但没有高兴，反而担心起来：是不是卫生纸供应商糊弄了他，卖给他小卷的卫生纸？他立刻离开宴会，直奔公司仓库，用了整个晚上细数自己的卫生纸卷上到底有多少张纸。果不其然，他发现自己仓库里的卫生纸，每卷的纸张数量比正常的纸卷少！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易

当他们第一次谈起收购的可能性时，罗斯纳邀请巴菲特到几家商店去参观，但巴菲特谢绝了，因为零售业的细节完全超出了他的能力圈。他感兴趣的，是公司过去和近期的财务情况。巴菲特让罗斯纳将公司过去5年的财报数据通过电话读给他听。

在一次查理·芒格也在场的会议中，罗斯纳失去了耐心，急于完成交易。所以，经过了半小时的讨论之后，他问巴菲特："他们告诉我，你是西部拔枪最快的人！快点拔枪吧！"巴菲特回答说不会等太久，下午就会有结果——在场的所有人都明白这就是决定性的时刻。联合棉纺公司最后的成交价格到底是多少并不清楚，但有些资料提到一个数字——600万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后来

罗斯纳出售联合棉纺公司，是因为他想退休，但巴菲特请他继续留任。他心里清楚罗斯纳不会离任的。非同寻常的是，罗斯纳这一待就是20年。他后来告诉巴菲特为什么会这样：“你忘了你买下了这家公司，我忘了自己卖掉了这家公司。”再也找不到更好的赞誉之词描述巴菲特这种不干预的管理风格了，但只有在经理人表现优良时这种赞誉才能成立。

巴菲特对罗斯纳大加称赞，这也是他留任的原因之一。但尽管有这句“你忘了你买下了这家公司”的俏皮话，巴菲特其实非常热切地盼望着每月收到企业运营报告。虽然巴菲特不太懂零售业务，但他对于财务数据却是目光如炬。

罗斯纳的表现非常不错，1968年1月巴菲特写给合伙人的信件中提到，这次收购“实在是太令人满意了，好得不能再好了，每件事都如同宣传的一样或更好。此次出售企业的经理人人本·罗斯纳……一直在出色地工作”。6个月之后，巴菲特在写给合伙人的信中提到，罗斯纳的“努力与能力持续体现在工作业绩上”。1968年，巴菲特在联合棉纺公司上的资本整体回报率约为20%。[31]

1969年，联合棉纺公司更名为联合零售公司，巴菲特很满意这个结果：

“联合零售公司的净资产约为750万美元，它是一家优秀的企业，具有强大的财务基础、良好的运营利润率。近年来营收和利润仍不断增长。上一年度，其营收约为3750万美元，净利润约为100万美元。今年的营业收入和净利润预计会创出新高，我猜税后利润将能达到110万美元。[32]”

由此你可以看出，零售业是很难做好的，但是总有人具有一些特殊的才能，他们可以用拧毛巾的方式挤出水分来，以获得较高的资本回报率，并且他们可以年复一年干得不错。后来的几十年里，巴菲特与零售行业里的许多杰出经理人建立起了交情，例如，我们能想到的：内布拉斯加家具城的布朗金家族、波仙珠宝店的弗里德曼家族，以及威利家具的比尔·蔡尔德。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

学习要点

1. 能力圈。

每个人都有自己的能力圈，但是有些人会高估自己，以至于他们自以为是的能力圈超过其实际情况。巴菲特（和芒格）都严谨限定自己的能力圈范围，换而言之，他们坦承有很多领域他们能力不足，无法根据已有的数据得出结论。例如，他们从来不买高科技公司的股票，因为他们搞不清楚这些公司十年后的前景。实际上，他们认为大部分行业都在自己的能力圈范围之外，他们无法分析这些领域的投资标的。

2. 与热衷于削减成本的人合作是件好事。

本·罗斯纳对公司的里里外外了如指掌，他习惯于从每一天的运营中寻找机会节省成本，结果便是创造了非常好的资本回报率。

3. 尊重人的价值与给予金钱报酬同样重要。

本·罗斯纳将公司卖给巴菲特之后，已经有足够多的钱满足退休生活，但是他继续投入在工作之中。他喜欢自己与巴菲特之间相互尊重与信任的关系。他可以自由掌控公司，巴菲特给予他慷慨的赞美和绝对的信任，相信他绝对不会损害巴菲特合伙公司的利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例14　投资人关系（Investing In Relationships）

股票市场的投机狂潮，崩盘与亏损，循环往复，每隔几年就会重来一次，每一个周期都会给那些忽略股市历史的人以启示性的教训。聪明的人会坚守本心，不随波逐流卷入市场的不理性行为，并能够利用大众的疯狂来发现投资机会。

20世纪60年代，美国股市大涨，创下了50年代繁荣之后的新高。这种狂热的后遗症就是导致很多公司破产，也令很多投机者损失惨重。对于1967年到1969年这段时期，巴菲特的看法如何？他又是如何行动的？

正如我们将看到的，巴菲特在这段时期进行了很多思考，包括如何估值，如何与公司管理层打交道。这是巴菲特职业生涯中最有挑战性的时期。本章不打算讨论某一个特定的投资案例，我们将讨论的是在这段时期里，巴菲特做出的重大的、艰难的决定。这可以帮助我们了解巴菲特的投资风格在这些年里是如何进化的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

狂野年代

在大萧条之后的20年里，人们听到的一般建议都是：不要碰股票，它们很危险，炒股的本质就是投机。直到20世纪50年代初期，这种普遍的看法使得股票价格被压得很低，当时的市场上，有很多价格便宜的股票。后来，随着运营好转，公司利润提升、分红增加，股价也随之上涨。

于是，大众的情绪逐渐转变，很多人开始感到投资股票是件不错的事情。“我朋友两年时间就赚了一倍，他很喜欢股市，我马上也要投身股市了。”对经历过战后繁荣和股价上涨的新一代人来说，1929年的大萧条已经成为历史。20世纪50年代，道琼斯工业平均指数上涨到原来的3倍，并在1960年到1966年期间，再次上涨了60%多。

1950年，美国股市的平均股价按照上一年度利润计算，只有7.2倍市盈率（PE为7.2）。市盈率这个指标通常用于衡量一只股票价格的高低。到1956年，平均股价PE为12.1倍，依然处于合理的较低水平，巴菲特还可以发现许多相对其价值而言价格便宜的公司。然而，到了60年代，市场平均PE一般都在15～21倍的范围内。这么高的市盈率水平使得发现打折的股票虽然并非不可能，但变得很困难。

大批投资者蜂拥而入，抢购那些野蛮生长的企业集团、电子公司、化学公司等明日之星（1967年的电影《毕业生》中，达斯汀·霍夫曼就得到过关于“明日行业”的建议）。而此时，巴菲特变得越来越焦虑不安，因为他几乎无法为合伙公司的资金找到合适的投资去处。在市场陷于狂热的时候，他已经找不到任何标的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特不是普通的基金经理人

针对面临的问题，1966年年初巴菲特采取了第一步行动——关闭合伙公司，不再接纳新的投资人。他说："我强烈地感觉到规模越大，未来的业绩可能会越差，而非提升业绩。对于我个人业绩而言，也许未必如此，但你们的业绩必然受损。" [33]

注意，巴菲特的这番举动与其他基金经理是完全相反的。一个狂热的股市正是基金经理赚取巨额管理费的好机会，因为这时候每个人都想买股票。基金经理按照其管理资金的0.5%～1%收取费用，这种机制会刺激他们拼命扩大自己的基金规模。

巴菲特则建立了一套不同的激励机制。首先，他具有与生俱来的正义感和荣誉感，他以忠诚的态度努力为合伙人工作，他们中很多人是他的亲朋好友。其次，巴菲特有着独特的收费机制。每个年度只有在回报超过6%的情况下，才收取管理费，否则分文不取。这意味着，如果他不顾股价高估，仅仅为扩大基金规模而投资，对他并没有什么好处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1967年的挫折与困惑

1967年年初，巴菲特在投资上原本源源不断的灵感渐渐枯竭。他对此感到沮丧，甚至对股市上的很多现象感到迷惑。市场已经进入疯狂阶段，不仅没有低估的股票，而且高估已是司空见惯。在这样一个市场环境里，巴菲特该如何坚守投资，而不陷入投机呢？

巴菲特长时间认真地思考这个问题。他是否应该选择盲从于大众，追求短期利益，追逐那些所谓的明日之星，不管这些公司是否盈利？当时的巴菲特已经有了千万美元的身家，他是否应该转移方向，专注于人生的其他方面，例如家庭？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的困惑

巴菲特被市场的狂热弄得十分焦躁。他希望清楚地告诉自己的投资人，市场经常会做出奇怪的非理性行为，所以无法预测短期市场，这个短期可能是几个月，甚至几年。他在1966年7月给投资人的信中，重申自己“不会预测股市走势以及商业波动。”他说，如果有投资人认为他具有这样的能力，这样的人就不应该待在合伙公司里。

他从来不会依据别人对市场的看法而买卖股票，他再次强调自己只会专注于公司本身。“在很大程度上，股市的发展将决定我们什么时候是正确的，但是，我们对于公司分析的准确度，却决定了我们是否会正确。换而言之，我们专注于发生什么，而不是什么时候发生。”[34]

1967年1月，在给投资人的信发布数月之后，巴菲特试图让他的伙伴们相信，合伙公司的十年时间是非同一般的，这期间平均年化回报达到29.8%，这是无法复制的回报记录。他说，下一个十年，这个记录“绝对不可能”再现，甚至连接近都不可能。投资业绩的下降必然会到来，因为好主意总是稀缺的，他所能做的就是“更集中有效地运用好这些（主意）”[35]，但即便集中提升效率，也还是存在一个真实的危险，那就是“涓涓细流有更大的可能面临枯竭，而不是恢复成水量充沛的源泉”。[36]

巴菲特认为，当时有两个不利因素。

首先，他已经不再是那个“以10.5万美元合伙资金起家的、如饥似渴的25岁工作狂”了[37]，他现在是一个36岁，已经“过上好日子”的人，面对的难题是如何管理更大的资金——54065345美元。他必须进行巨量的投资，才能提升整体投资业绩，但这样一来，可投资的对象更少了，因为没有那么多公司拥有足够多的自由流通股（自由流通股指的是投资人持有的股票，而非创始人或董事等与公司有密切关系的股东持有的股票）。

其次，巴菲特曾经成功运用的投资哲学在当时的市场状况下已经不再适用。与1956年相比，现在市场上能找到的符合他投资理念的好标的，仅有当初的“1/5到1/10”。在成立投资合伙公司之初，相较于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司的资产和盈利，市场中存在大量低估的股票，很多公司的股价大大低于其内在价值，甚至有15～25家公司巴菲特“愿意买下全部股份”。[38] 但是，当他在1967年审视当时的市场时，已经很难找到他可以理解的公司。

情况很糟糕，以至于巴菲特在1964年到1966年期间宣称，他每年仅能发现两到三只他认为“会有靓丽表现的”股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

应该怎么办

有一件事，巴菲特是绝对不会干的，那就是改变自己投资哲学的核心要素（公司分析、安全边际、合理回报的目标、利用市场先生）。他不会离开自己的能力圈，或“理解范围”。说得更明白一些，就是巴菲特拒绝迎合20世纪60年代后期市场流行的投资（或投机）方法。

巴菲特拒绝购买科技股，因为它们“超出了我的理解范围”。[39]

对于流行的“预测市场波动进而重估公司价值”[40]的投资方式，他也持回避态度。尽管媒体广为宣传，说一些个人投资者运用这种方式迅速获利，但巴菲特说：“这代表了一类投资技巧，我无法肯定也无法否定其正确性，我无法完全理解它（或许这是我的偏见），但是，可以完全肯定的是，这种方法不符合我的性格。”[41]

最后，巴菲特绝对不会去“追求可能在‘人的问题’上有巨大隐患的投资项目，即便盈利潜力可观”[42]。在经历了邓普斯特农机公司裁员风波，和伯克希尔-哈撒韦关闭纺织业务的艰难决定之后，巴菲特再也不想陷入因公司整治而导致的紧张与冲突之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

误导投资人的短期绩效指标

伴随着对短期市场或股价的波动预期，在20世纪60年代后期，很多人改用短期表现来衡量一个投资人的成功或失败。巴菲特不喜欢人们用短期业绩来要求他，当时别的基金经理人也是同样待遇。他在1967年10月给合伙人的信中写道：

“多年以来，我都在宣扬绩效的重要性。我不断地告诉合伙人，除非我们的表现超越平均水平，否则他们应该将钱拿走找其他地方投资。近年来，这个观念在投资界（或投机圈）获得了更多的认同。最近一两年，这已经成为一种潮流。我认为，我们正在见证一个好的观念如何被扭曲。

“我一直不断地提醒合伙人，我认为用于衡量投资‘绩效’的最短期限应该是三年。当然，当投资大众开始自作主张时，用于衡量投资绩效的时间预期被不断缩短，从一年缩短到一个季度，再缩短到一个月，有时甚至更短……短期绩效表现的奖金越来越丰厚，不仅是奖励已经取得的业绩，还奖励吸引到下一轮新的资金。这种模式导致越来越多的资金进场，卷入越来越短时间的投资游戏中。一个令人不安的推论是，当这类行为愈演愈烈的时候，参与投资的工具（特定的公司或股票）渐渐变得不那么重要——有时几乎是次要的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

转向拥抱品质（但并未放弃定量分析）

在职业生涯的早期，巴菲特受本杰明·格雷厄姆的强烈影响。格雷厄姆特别关注净资产情况，尤其是资产负债表上的净流动资产值，相对而言，他不太关心公司盈利能力和企业前景等质的因素，也不太关心管理层素质以及公司稳定性。最主要的就是强劲的资产负债表，因为这能体现出安全边际。

巴菲特有意尝试其他途径，开始是试探性的，后来大胆出击。随着迪士尼、美国运通以及一系列投资的成功，巴菲特打算把更多资金投资到那些具有优秀品质特征的公司里，并且在很大程度上不再以净资产作为重要考量的因素。

然而，这并不意味着格雷厄姆的方法已经被全盘抛弃，并以全新的方法完全地取而代之。在管理一个投资组合时，将格雷厄姆的方法与菲利普·费雪、查理·芒格，以及30多岁的巴菲特的思想融合在一起，或许是个不错的主意，关于这点，在巴菲特1967年致合伙人的信中说得非常清楚：

“出于投资的目的而评估股票和公司，一直是将定性因素和定量因素结合在一起……有趣的是，尽管我认为自己属于定量分析学派，但多年以来我最成功的投资决策都是在充分考虑定性因素后做出的，这种对定性因素的判断力，我称之为‘高概率事件洞察力’，这才是我赚大钱的秘诀。然而，这种机会非常少见，正如洞察力一样往往得之不易。当然，定量分析一般并不需要洞察力——数据本身就会说话，数字会像球棒一样猛击你的脑袋。所以，赚大钱的投资机会通常来源于正确的定性决策，但更多确定无疑的利润则来自于直观的定量决策。”[43]

显然，巴菲特并没有完全放弃格雷厄姆的方法，定量分析方法依然相当有效。尽管如此，必须承认，20世纪50年代是捡便宜货、猎取折扣资产的极佳时代，那时的股价市盈率低至个位数，公司净资产或净流动资产经常会高于其市值。但是，随着整体股市的高涨，这种投资方法渐渐失去了用武之地。60年代后期，以定量方法可以发现的低估的投资机会渐渐消失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于这些现象，巴菲特给出了一些可能的解释：

•相互竞争的投资者开始跟风。格雷厄姆的书籍很流行，于是影响更多的人应用他的理念。巴菲特认为人们对于投资清单的梳理、再梳理，会推高股价。要想使格雷厄姆的方法再次有效，需要的是“经济动荡（或萧条），就像20世纪30年代（的大危机一样），这样可以营造出对权益类资产的负面偏见，从而导致出现数以百计的新的折扣证券”。[44]

•公司之间的收购兼并愈发普遍，这些往往集中在折扣证券上，从而导致便宜货从市场上消失。

•证券分析师大量涌现，这些分析人员提出了“一套强化分析机制，远远超过数年前已经存在的机制”[45]，无论他们是否是格雷厄姆的追随者。现在增加了数以百计的分析师和基金经理，他们中的很多人都喜欢被低估的股票，因此被忽视、被抛弃的公司越来越少。

巴菲特依然认为用定量方法寻找低价股是他的立身之本。但是，在那个时候，“定量分析能找到的折扣股票基本上已经消失了”。[46]

即便在今天，巴菲特和芒格也不拒绝运用定量方法而获得打折的股票，如果你的资金不多，这是一个不错的可以获得高回报的方法。巴菲特面临的问题是，如果你打算投资的金额数以十亿计，你很难发现有足够的大公司的股票可以低价买到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不因对合伙人的承诺而改变信念

当时的一些市场人士采用所谓的新时代投资方法，对此，巴菲特很不喜欢，加上1967年低估值的股票机会难寻，于是，他在那年秋天写给合伙人的信中写了几句话，不亚于一声惊雷：

“当游戏不再以你的方式进行时，有人可能会说新方法完全不靠谱，一定会失败的，诸如此类，不一而足。我过去也曾蔑视这样的行为。我也看到过那些根据过去，而不是现在的情况进行评估而遭受损失的人。基本上可以说，我已经跟不上现在的市况。然而，有一点，我是非常清楚的：我不会抛弃先前我明白其内在逻辑的投资方法（尽管我发现这个方法现在已经难以运用）。采用一种我不完全理解、没有成功实践过的方法可能会轻松地赚到大钱，但也可能导致巨大的损失。”[47]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

个人动力

巴菲特意识到他不想再这样辛苦地工作下去了，他已经显示出强迫症的行为倾向，整天没日没夜地工作，忽略了家庭。他与妻子曾达成一个协议：一旦他赚了800万到1000万美元，他就不再那么拼命了。这个目标已经实现了，他写道：

“由于个人状况的改善，放慢工作的脚步是最明智的选择。我已经观察了很多案例，涉及生活中所有活动的习惯模式，特别是在事业方面，在这些习惯已失去意义之后，有些习惯还是会继续（并且随着时间推移而变得更加突出）。基本的自我分析让我明白，对于那些将资金托付给我们的人，我不得不尽全力去达成公开宣示的目标。但这种全力以赴的努力已逐渐失去意义。”[48]

巴菲特希望生活有更多意义，不仅仅从金钱的角度来衡量，而且从他进行的投资类型来衡量。他没有去充斥着投机热潮的市场横冲直撞，他希望减少工作量，专注于自己所控制的公司，这些公司由他喜欢、信任和欣赏的人来管理运作，即便这样可能意味着回报的降低。他倾向于享受自己所从事的工作，而不是全力追求财务回报：

“我想将自己所做的事情限制在一个范围内，在这个范围里，既简单，又安全，既赚钱，又愉快。这不会让我们的运作较之过去更保守，因为，我认为——毫无疑问带有一些个人偏见——我们一直都秉承相当的保守主义。我们面临的长期向下的风险不会更少，而向上的潜力多少可能受些影响。[49]”

他明白很多合伙人在读到这封信后，可能不愿意接受新的降低投资绩效的目标，他们会另寻出路：“那些有其他诱人投资机会的合伙人，符合逻辑的决定是，他们的资金可以在别的地方得到更好的利用。对于这样的决定，我完全支持。”[50]

听到这个消息后，一些合伙人决定从合伙公司里取出资金，投到那些许诺了诱人回报的基金经理那里（1967年10月到12月，提取金额为160万美元）。巴菲特很高兴这些人退出了，因为这将他从“当前情况下无法达成业绩目标的压力下”解脱出来。[51]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再次表现超群

具有讽刺意味的是，即使巴菲特已经厌倦了股市，但这期间他的回报却惊人的完美。1967年，巴菲特合伙投资公司取得了35.9%的回报，同期道琼斯指数上升19.0%。扣除巴菲特的管理费之后，合伙人得到的回报为28.4%，合19384250美元，合伙公司净资产为68108088美元。巴菲特一语双关地开玩笑说这可以“买很多百事可乐”。那时候，巴菲特是一个百事可乐的热衷者，但是在他买了一大堆可口可乐的股票之后，他立即将这种热情切换到可口可乐上。

即便如此，巴菲特却能一针见血地看穿这种回报中的人为因素，他指出这种上升是来自那些让炒股者膨胀的“投机糖果”。他知道这迟早会终结于“消化不良”和“不安全感”，即使他是一直坚持吃“燕麦”的清教徒——的确如此，他一直坚持遵循格雷厄姆的原则。[52]

巴菲特注意到整个投资组合的回报大部分来自于一只股票，其最终的盈利占了整个投资组合的40%，这家公司从1964年到1967年业绩表现靓丽。即便如此，他还是没有说出这家公司的名字，当然，我们知道，这家公司就是美国运通，当年运通的股价从38美元飙升至180美元，使得合伙公司1300万美元的投资赚了2000万美元。

尽管有这样一次大丰收，但如果你多少了解一些股市的历史，就会明白像这样仅抓住一只大涨的股票，还不足于形成未来回报的坚实基础。真正重要的是要有许多投资机会，但当时的情况是，值得投资的机会太少了，整个市场如同一片干涸的土地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

终结合伙公司？

巴菲特不得不面对一个问题：是否应该终结合伙公司——很多合伙人读了巴菲特1967年致投资人的信，他们认为这封信是关张的信号。但是，到了1968年1月，巴菲特对此明确表示："我可以肯定地回答：不！"他说："只要合伙人愿意将他们的资金和我的资金放在一起，并且企业运作令人欣慰（保持最佳运营状态），我就打算继续干下去，与这些从一开始就支持我的人在一起。"[53]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

解决方案

于是，1968年1月，巴菲特认为他找到了一条折中解决方案，这个方案可以让他压力更小、束缚更少，让他与他的管理团队和家庭的联系更紧密。他甚至打算去赞助慈善事业，特别是民权运动。然而，没多久，他就意识到这一新方案并不适合自己，于是，就有了我们在后面的篇章中看到的投资故事。

学习要点

1. 市场总会在相当长的时期内处于非理性状态。

2. 无论好时候，还是坏时候，都要坚守投资原则。

3. 赚钱并不是人生的全部，甚至赚钱都不是特别重要的部分。

良好的人际关系则非常重要。

4. 如果考虑到基金管理收取的高额管理费，大多数基金经理都无法超越大盘。

因为这些收费与投资表现无关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例15　伊利诺伊国民银行信托公司（Illinois National Bank And Trust）

投资概要	投资对象	伊利诺伊国民银行信托公司
	时间	1969～1980 年
	买入价	大约 1 550 万美元
	数量	97.7% 的公司总股本
	卖出价	1 750 万美元，外加 11 年持有期的分红，估计超过 3 000 万美元
	获利	超过 3 200 万美元，或 200%

在1968年到1969年的股市喧嚣中，对于那些狂野的股票，沃伦·巴菲特会非常谨慎。但当出现重大机会，可以购买那些优良企业的控股权时，巴菲特会非常兴奋，因为他已经从购买国民赔偿保险公司和联合棉纺公司的投资中尝到了甜头。现在伯克希尔-哈撒韦旗下有了两家可以为母公司产生现金流的公司，为什么不用这些现金流去扩大伯克希尔投资组合的版图呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一家赚钱的小银行

1931年，一个名叫尤金·阿贝格的年轻人，以25万美元为起步资本，在伊利诺伊州的罗克福德创建了一家银行。他将其命名为伊利诺伊国民银行信托公司，但很多当地人称之为罗克福德银行。它有40万美元的存款金额，从那时起，它再也没有从股东手里筹集过任何新增资本。通过阿贝格一点一滴的打拼，到了1969年，这家银行的净资产达到了1700万美元，存款金额达到1亿美元，每年利润约200万美元，这是一个令人满意的回报。如果以存款或总资产来看，伯克希尔-哈撒韦的总裁肯·蔡斯将这样的盈利情况描述为“近乎国内大型商业银行的顶级水平”。[54]

盈利数字是1亿美元存款的2%，或以1700万美元的股东资本取得盈利200万元（200万美元/1700万美元=11.8%），无论如何，以资产/负债回报率而言，该银行的回报相当高。不仅如此，该银行的运营也很稳健，它的资本结构、流动性和放贷政策所承受的风险都很低，却取得了较高的回报率。

在银行业，一段时间内从金融市场上大举拆借款项，然后放贷给那些高风险的项目，这样很容易得到看起来不错的运营数字。在整个过程中，每一个环节都堪称完美，直到有一天好运耗尽，潮水褪去，水落石出，败相毕露。罗克福德银行的做法与此相反，它很少从资本市场或货币市场拆借资金，并且它制定的政策是将流动性维持在相对较高的水平上。这意味着它有足够的在短时间内可以变现的储备资产，而不是将大量资产放在长期贷款项目上。此外，它还具有从市场中进行短期资金融通的能力。

罗克福德银行的放贷业务同样也是很谨慎保守的，所以它的贷款坏账明显低于同行。而且，它的存款中超过一半是定期存款，这样就具有了更大的客户黏性。但这样的低风险，也降低了利润水平，因为必须支付较高的利率给定期存款。考虑到它在方方面面贯彻安全第一的原则，这家银行所创造的如此之高的资本回报率令人惊叹。巴菲特将其归功于杰出的管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易

在巴菲特到来之前，拥有罗克福德银行25%股权的阿贝格已经与其他人就出售股权事宜进行过谈判。但那个前来谈判的潜在买家开始指手画脚，批评指责，并要求进行审计查账。这令阿贝格非常不快，于是他打算终止与这个家伙的交易。这时，巴菲特出现了，他愿意出价，但他的出价比其他买家低100万美元。

阿贝格已经厌倦了其他竞价者，他对股东施加压力，让他们接受巴菲特的出价，并威胁如若不然，他将辞职。1969年，伯克希尔-哈撒韦购买了罗克福德银行97.7%的股份。据一位消息灵通的观察者罗伯特·P.迈尔斯称，买价为1550万美元。如果这个数字准确的话，巴菲特为这个城市中最大的银行支付的价格仅仅为盈利的7倍，而这家银行持续地证明了自己可以取得高资本回报率。甚至，更不可思议的是，尤金·阿贝格的卖价低于账面价值（净资产值）。

巴菲特决定贷款1000万美元作为此项收购的部分资金来源，这非常罕见。他后来说：“在接下来的30年中，我们几乎没向银行借过一分钱。（在伯克希尔，债务这个词仅仅是一个四个字母的单词而已。）[55]”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伊利诺伊国民银行的愉快之旅

正如我们已知的那样，巴菲特喜欢留住优秀的管理层来运营他的公司。他早就注意到了阿贝格的杰出之处，他管理这家银行已达39年之久，他知道哪里能创造回报，以及如何为股东保持低风险。尽管阿贝格已经71岁，巴菲特还是决定请他留任——这对于阿贝格而言也并不是难事，他也想继续工作。

一旦留住了阿贝格，巴菲特就一如既往地采用了放权管理模式，让阿贝格独自管理企业的运营。下面这段文字显示了巴菲特在这方面的思考：

“我们的经验显示，一个高成本运营的经理人通常在发现新方式增加开支方面显得足智多谋，而会过紧日子的经理人总会找到额外的方式进一步压缩成本。就后面这种能力而言，没有人被证明可以比尤金·阿贝格干得更好。”[56]

引人注目的是，在完成这次收购之后的五年半时间里，这家银行支付给伯克希尔的分红达到了2000万美元之多，这个数字已经超过了当初的收购价。此外，隐含在这家银行中的特许经营权价值也随着时间推移而日益增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你打算如何拥有这家银行

1971年，伊利诺伊国民银行的税后利润达到了平均存款额的2%。阿贝格并没有停下来，他继续在加速提升效益，这个数字在1972年达到了2.2%。同时，这家银行还在快速扩张，到1972年它给客户提供的贷款增长了38%。

接下来的一年又创下了另一项记录，平均存款规模上升到1.3亿美元，税后营业利润再次稳居行业高水平之列，相当于平均存款额的2.1%。

在1975年写给股东的信中，巴菲特着重指出这家银行令人惊叹的低坏账率："很难找到一个形容词去描述CEO尤金·阿贝格的杰出表现，在平均6500万美元的贷款金额中，净坏账仅有24000美元，或者说0.04%。"[57]

甚至，这个已经非常优秀的指标在接下来的年度中变得更为优秀。1976年该银行的贷款坏账损失仅为发放贷款的0.02%，这个指标相比银行业平均比率而言简直是微乎其微。值得留意的是，虽然这期间的利润、存款（自1969年以来增加了6000万美元）和贷款增加了，但该银行的雇员人数却没有增加，依然保持在1969年收购时的水平。银行以同样的员工队伍积极向信托、旅游和数据处理方向进军。

到了1977年，该银行利润达到了360万美元，就资产回报率而言，这个数字已经达到了大多数大型银行3倍的水平。这时，阿贝格已经80岁了，他问巴菲特能不能找个帮手。没多久，彼得·杰弗里出任银行总裁和CEO，他曾经是奥马哈美国国民银行的前总裁和CEO。

随后，他们继续加足马力，到1978年，取得的业绩达到资产回报率2.1%，这对于公司股东而言，是税后净利润426万美元。在为期十年的时间里，银行客户的定期存款增加到4倍、银行净利润增加到3倍、信托部门的利润翻了一番，与此同时，公司成本却被置于牢牢的控制之下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是，必须与伊利诺伊国民银行分手

1978年，银行业监管当局通知巴菲特，他必须在不晚于1980年年底，将罗克福德银行与他的其他企业分离开来。监管当局收紧了政策，不再允许银行成为任何一个非银行组织的一部分。巴菲特说最可能的一种解决办法是，在1980年下半年，将罗克福德银行分拆卖给伯克希尔的股东们。与此同时，尤金·阿贝格和彼得·杰弗里在1979年干得极为出色，他们取得了基于总资产2.3%的回报，也就是500万美元的利润，这相当于典型的竞争银行的3倍水平。

最高的价格未必是最好的选择

1979年，巴菲特调研了出售80%或更多银行股权给一个外部投资者的可能性。他说：“我们对于任何买家都极为挑剔，我们的选择不仅仅是基于价格。罗克福德银行以及管理层对我们不薄，所以，如果必须出售这家企业，我们希望他们能找到同样对他们不薄的好婆家。[58]”他依然认为，如果无法在入秋季节以一个公允交易价格找到合适的买家，分拆或是一种可能的选项。

对于这家银行必须从伯克希尔大家庭中分离，巴菲特有些心有不甘，他写道：“你们应该注意到，对于出售这家银行所得的资金，我们不能预期能找到足够的投资对象，可以完全替代前者的盈利能力，甚至替代一大部分也是难以想象的。你无法简单地仅以市盈率指标，去找到高品质的企业，以期胜过我们出售的这家银行。[59]”

分手

1980年的最后一天，（这家银行被从伯克希尔公司分拆出来），41086股罗克福德银行（该公司持有97.7%的伊利诺伊国民银行）的股票，被交换为类似数量的伯克希尔-哈撒韦公司股票，这意味着这家银行的估值约为伯克希尔公司体量的4%。

这种处理方式允许伯克希尔所有股东做出自己的选择，以维持他们相应比例的权益，既考虑到他们在该银行中相应比例的权益，也考虑到他们在伯克希尔相应比例的权益。（只有一个例外：根据银行监管当局的要求，巴菲特本人只能被允许最多持有他名下比例份额的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

80%。）伯克希尔股票当时的交易价格为425美元/股，因此，这家银行的估值为425美元×41086股，约为1750万美元。

股东们有选择的权利，他们可以选择在两家公司之间不按照相应比例持股，可以将持有的该银行股票调换为伯克希尔-哈撒韦的股票，反之亦可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的赞美

遗憾的是，1980年7月，尤金·阿贝格离世。巴菲特用文字记录了他们的友情：

“作为朋友、银行家和公民，他是无与伦比的。当你从一个商人手中买下他的企业，然后，他以雇员身份而不是所有者身份依然坚守在管理岗位上，你会从他身上学到很多东西……自我们认识以来，尤金一直都是个直接而坦率的人，这就是他的行事风格。在谈判之初，他将所有的负面因素都放到桌面上，毫不隐晦；而另一方面，在我们收购该银行的交易完成之后数年的时间里，他会时不时告诉我们一些之前在收购时没有提及的价值……

“尤金从来没有忘记他是在管理别人的钱，信托责任始终在他心中。他高超的管理技巧始终能够让这家银行的盈利能力在全国范围内处于顶尖水平……

“数十位罗克福德的居民告诉我，尤金给予过他们多年的帮助。在一些例子中，他的帮助是财务方面的；在另外一些例子中，他的帮助是有关智慧、情感与友谊的。对于我，他也一直表现出同样的品质。由于我们的年龄与位置不同，我有时是初级合伙人，有时是资深合伙人，但无论如何，这种关系总是特别的，令我非常怀念。” [60]

学习要点

1. 以合理的价格投资于优秀的企业。

如果一家企业在过去显示出强大的盈利能力，我们就会有充分的理由认为这种盈利能力会持续下去，那么，这家企业就值得以合理的价格购买。

2. 更加锦上添花的是，如果你能以低价买到这样一家企业，你会得到一个十分满意的结果。

伊利诺伊银行在十年中，年度利润提升了150%，达到500万美元，使得该银行价值大约增值到4倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3.对于伟大的企业，你应该多买一些股权，最好大比例持有。

每当巴菲特发现类似的好公司，他都尽可能地多买股份，多多益善。

4.如果一家企业的创始人在出售公司时，非常关心买主是谁，而不是只想以最高价出售公司，这是一个非常好的信号。

巴菲特明白，如果一个经理人关心的只是出售的高价，而不是买家的经营理念，将来二者磨合的代价会较大。巴菲特得到的经理人，如尤金·阿贝格，或联合零售商店的本·罗斯纳，他们“会为伯克希尔尽心尽力地管理公司，就好像他们100%拥有这些公司一样。”这些优秀经理人的品质应该是“深植于性格之中”的[61]。

5.那些坚持低成本、重视低风险、关注持续成长的银行，与那些复杂的银行相比，具有完全不同的前景。

那些“复杂”的银行会参与各种复杂金融衍生品、市场借贷，具有投资银行家塑造的企业文化。

6.持续寻求效率提升、成本节约的经理人，是值得大力支持的。

因为这些行动能持续加深、拓宽公司竞争优势的护城河。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例16 《奥马哈太阳报》（Omaha Sun Newspapers）

投资概要	投资对象	《奥马哈太阳报》
	时间	1969～1980年
	买入价	125万美元
	数量	整个公司
	卖出价	不详，但可能远低于125万美元
	获利	财务上亏损，但无形资产上有收获，包括获得普利策奖

1967年，巴菲特的投资回报为35.9%。1968年年初，他的合伙公司净资产达到了68108088美元。但是，巴菲特的心情远远谈不上兴奋，市场的投机狂热和会计诡计愈演愈烈，他也变得愈加忧心忡忡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的态度

了解巴菲特的想法是非常重要的。眼看着自己的股票在市场上飞涨而大把赚钱，这并不令巴菲特满意，他的满意来源于经过缜密分析和推理而获得的结论，这个结论由他所选择的公司的表现及其股价的后续上涨来印证。

首先是逻辑分析，其后是企业的成功，之后是股价的上涨。这是投资世界的正确顺序，是符合逻辑的。当人们看到一只股票在短短数周时间内被幕后推手推升100%时，这仅仅是引起了市场关注而已，并不值得庆幸。以非理性赚来的钱，也会同样以非理性的方式迅速溜走。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投机游戏

巴菲特感到焦虑不安，因为如此操纵市场，会对股权投资的市场机制造成严重的损害。损人利己的操纵行为将会导致失败，而这种失败会导致人们对于公司股票投资的恐惧甚至憎恶，进而使得流向重要企业的支持资金减少。

在1968年7月给合伙人的信中，巴菲特写道：

“数量惊人的资金被这些参与者（发起人、高管、专业顾问、投资银行、股票投机者）赚走了，他们玩的是类似连锁信模式的股票推荐游戏。这种游戏的参与者有的容易轻信上当，有的自我沉迷，有的见利忘义。” [62]

为了达到操纵的目的，这些推手会制造假象，最普遍的做法是在会计数字上造假。巴菲特说：

“经常需要做假账（一位非常‘进取’的企业家告诉我，他相信‘大胆的、具有想象力的会计’），这里会牵涉资本化的诡计，以及对企业真实运营本质的伪装。最终展现给人们的数字要看起来受欢迎、好看，并显得具有极高的盈利能力。” [63]

尽管对于市场的疯狂并不认同，但可以为合伙人们赚到账面利润，巴菲特对此还是感到欣慰的，他写道：“必须坦率地承认，我们的投资表现极佳，这间接上是由市场狂热的投机所带动的……我们更快地获得了市场的奖励。” [64] 1968年，巴菲特合伙公司盈利达到了惊人的4000万美元，这相当于58.8%的回报率。到1969年1月，巴菲特掌管的资产已经达到1.04亿美元。

巴菲特仍然保留着1929年大崩盘时的报纸，他将这张报纸贴在办公室的墙上，时刻提醒市场疯狂的后果。疯狂到来的时候令人兴奋不已，但是伴随而来的两类高风险，足以打破巴菲特两条最重要的投资原则：

- 原则1　不要亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 原则2　不要忘记第一条。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《奥马哈太阳报》

从小时候每天投送《华盛顿邮报》开始，巴菲特就对有品质的报纸产生了强烈的兴趣。的确，他依赖新闻报纸的信息发现线索，产生主意。他和芒格都非常重视分析性、批判性、调查性的新闻报道。时间是宝贵的，你选择阅读什么能够塑造你的性格，同时扩展知识的广度与深度。

机遇

1968年，当巴菲特的思路转为关注他可以控制的小企业时，他非常想成为一家报纸的所有者，尤其是希望可以遇见一个售价合理的报纸。结果，这样难得的机会还真出现了。他的妻子苏茜・巴菲特认识《奥马哈太阳报》的老板兼发行人斯坦福・利普西。一天，利普西到巴菲特位于基威特大厦的办公室，说自己打算出售这家报纸。

《奥马哈太阳报》作为一家集团公司，在大奥马哈地区共发行了6份聚焦地方的新闻周报，总发行量为5万份，年收入约为100万美元。这些报纸除了报道本地发生的日常事务，也会对当地大报《奥马哈世界先驱报》遗漏或不敢报道的新闻线索进行调查和发掘，这些新闻通常有关地方政府的决策失误或重要人物的不法行为。

甚至利普西本人，对于报业的商业前景也不抱乐观看法，但巴菲特却一心想进入这个领域，对他而言，最大的动力或许来自《奥马哈太阳报》的公共服务精神和坚守新闻精神，这些因素对巴菲特的推动比投资机会更为重要。无论出于何种动机，该项交易的达成仅仅耗时20分钟。巴菲特后来说，此次交易支付了125万美元，他预期每年可以产出10万美元的现金利润（这个数字相当于8%的投资回报率）。利普西作为总编辑继续留任。8%的回报率低于巴菲特通常的预期，但是我们必须明白，在当时，他没法找到太多投资机会，手中有很多合伙公司的资金处于闲置状态。

这里，还有一点考虑：巴菲特注意到，在很多城市里仅有一份报纸，这就给予了报纸定价权优势。花了100万美元左右（大约相当于合伙公司1.5%的资产），巴菲特就在这个行业里有了立足之地，并积累了一些出版业的经验，这为他未来在这个领域的发展打下了很好的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

础（后来事实的确如此）。交易完成的时间是1969年1月1日，伯克希尔-哈撒韦购买了《奥马哈太阳报》全部股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赢得普利策新闻大奖

作为《奥马哈太阳报》的实际控制人，巴菲特感到非常骄傲，虽然该报发行量不大，并且依然要为10万美元的利润目标而奋斗，但他对自己的家乡有了更深刻的了解。此时，一家位于奥马哈的知名慈善机构爆出的丑闻闯入了他的视线。

慈善机构男孩城由一位爱尔兰牧师于1917年创立，专门收养那些无家可归的难民男童。到20世纪30年代中期，它拥有160英亩的土地、学校和运动场。1938年，由于这家慈善机构出现在奥斯卡获奖影片《男孩城》中，从而名声大噪，这部影片的主演是斯宾塞·特雷西和米奇·鲁尼。电影放映之后，这家慈善机构开始在全国范围内募集资金，发出的募捐信件数以百万计。在这些募捐信件里，他们说如果没有资金的支持，男孩城的孩子就要吃不饱饭了。这番说辞打动了无数人，捐款随之源源不断地涌来。到1971年，男孩城扩大到1300英亩，收养了660名男童，有600名工作人员。

事情开始变味

男孩城收养的男童被高度隔离，他们被封闭在校园里，不允许与女孩接触，每月仅有一次探访（在得到许可的情况下），而且他们的通信也会被审查。这些已经够糟糕的了，但巴菲特和《奥马哈太阳报》编辑保罗·威廉关注的，却是这家慈善机构的资金是如何募集、如何花掉的。

在进行捐赠时，男孩城宣称没有从教会、州政府或联邦政府那里得到过资助。但事实是，内布拉斯加州是给它提供资金支持的。接下来，《奥马哈太阳报》进行了更多的调查，巴菲特很享受与职业记者们一起，像个侦探一样在奥马哈四处探访。他整理慈善机构的捐款数字，在这个过程中发现，每年发出的5000万封劝捐信件带来惊人的资金（每年大约有2500万美元），仅现金每年就高达1800万美元之巨，这个数字相当于支出的4倍。现金累计已达到2.09亿美元（相当于每个被收养的男童人均30万美元），并且慷慨的美国人的捐赠还在源源不断地涌入。这家机构甚至还有两个瑞士银行账户。然而，男孩城缺乏财务控制系统去管理捐款，他们没有支出计划，甚至没有预算。男孩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

城对捐款管理不善，我们知道，这对于巴菲特而言，是无法原谅的罪过。

独家新闻

1971年3月，整个事件被曝光，立刻成为全国性丑闻，导致其所有的资金募集活动停止。接下来的一年，著名的《华盛顿邮报》由于调查报道水门事件荣获普利策大奖，而地方小型报纸《奥马哈太阳报》赢得了普利策“地方专题调查报道奖”。

男孩城的改革

从那时起，男孩城加大了儿童养育的项目支出，并且将财务情况更加公开，其董事会以及行政管理层都进行了改组。他们开放了园区，接受专业顾问的指导，并转换为家庭寄养模式，这样，收养的男童可以在已婚家庭中成长。今天，男孩城在亲子教养、儿童听说损伤研究和治疗方面已成为全美的领导者，并且在财务透明度方面得到了很高的评价。

但是，在男孩城成功改革的同时，《奥马哈太阳报》却在财务方面一塌糊涂。它一直在当地处于第二的位置。1980年，《奥马哈太阳报》卖给了一个芝加哥买家，但是情况没有好转，它终于在1983年停刊。《奥马哈太阳报》的对手——《奥马哈世界先驱报》终于熬出头来，这家报纸至今还经营得不错，报道的新闻内容覆盖当地、全美以及世界各地。

学习要点

1. 人生的价值，不仅是追求短期的金钱收获。

巴菲特用了很少的资金支持了一家报纸，在最好的情况下，也只能获得一般的回报。但是，有时这样做对未来来说是值得的。巴菲特总说自己是个非常幸运的人，他获得了这么多财富，因为他足够幸运出生在一个制度良好的环境中：法治、产权、强大的权力制衡机制，包括新闻自由。这些都是非常珍贵的，让我们得以自由地成长。巴菲特或许认为动用1.5%的资金帮助这些社会机制的存在，就是对事业的贡献。8%的预期回报仅被视为一个额外的收获，并不十分重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2.交学费。

巴菲特相信美国报业存在一些拥有杰出商业特许权的企业。过去，如果你想推广公司，无论是销售汽车、房屋，还是食品杂货，都不得不依靠地方报纸。大部分美国人居住的城市都是“一城一报”，125万美元的投资以及并不高的回报，对于研究这个行业而言，学费并不算高昂。巴菲特开始专注于研究报业的经济特点以及运营细节，就像他以前专心于研究保险行业一样。这是巴菲特最初踏入报纸行业这一新领域的第一步，也是后来他在《水牛城晚报》投资上取得高回报，以及在《华盛顿邮报》上大赚20倍的原因所在。到2012年，伯克希尔-哈撒韦公司已经收购了63家地方报纸。

3.留住优秀人才。

斯坦福·利普西成为巴菲特的好朋友，他人品非常好，也是优秀的出版人。几年之后，《水牛城晚报》陷入严重的麻烦，巴菲特说服斯坦福·利普西去拯救这家报纸，使其摆脱困境。利普西作为巴菲特信任的关键人物被派往《水牛城晚报》，他在那里干了23年，直到2012年。在利普西退休的时候，人们向巴菲特追问利普西成功的秘诀是什么，巴菲特回答：“他始终对报纸这行充满激情，即使已85岁高龄，却始终以积极的态度不停工作。他热爱报纸。如果你能将活力与激情结合在一起，会得到难以置信的成果。[65]”

4.不要忘记品质。

如果有人告诉你，巴菲特的成功仅仅是因为他对于财务数字和金融市场的理解，你应该明白这个家伙并不真正理解巴菲特。人的品质和关系对于巴菲特而言非常重要，在这一点上，仅可意会、无法量化的定性分析，是获得“人”这一优势的核心重点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例17　更多保险公司（More Insurance）

投资概要	投资对象	保险公司以及再保险公司
	时间	1968～1969年
	买入价	价格不一，金额不大
	数量	—
	卖出价	—
	获利	很多，但都隐藏在伯克希尔的账目中

1969年，巴菲特合伙公司日益壮大，已经变得相当复杂。合伙公司的大部分资金都投资于上市公司的少数股权上，但有相当数量的资金投资于两家公司并成为大股东。这两家公司中，一家是多元零售（即联合零售商店），巴菲特合伙公司持有80%的股份，芒格位于加利福尼亚的投资基金持有10%，另外还有10%被桑迪·哥特斯曼的基金（第一曼哈顿公司）持有。

巴菲特合伙公司还持有70.3%的伯克希尔-哈撒韦股份（持有其总股本983582股中的691441股），这家公司在总裁肯·蔡斯的领导下积极转型。1970年年初，蔡斯在写给伯克希尔股东的信件中，解释了公司发展情况："四年之前，公司管理层犯了错误，误以为只要向纺织行业进行大量、持续的资本投入，就可以获得更多、更持久的盈利能力，但实际上这是不可能的。[66]"蔡斯说，起初，巴菲特将从纺织业务释放出来的资金投资到有价证券上[67]。对于投资证券，蔡斯表示自己干不了这件事，他需要巴菲特帮助自己、给自己提供意见，依靠巴菲特的分析能力，以及广泛关注不同行业的慧眼，将公司资本从纺织行业转到其他商品和服务行业。

这一策略出奇的成功，蔡斯对此惊叹不已。在1970年4月他写给伯克希尔-哈撒韦股东的信件中，蔡斯指出，那些同业竞争对手犯了巨大错误，他们将自己越困越紧，仅仅局限在纺织行业中。他写道："那些继续投入大量资金用于扩大纺织业务的公司"，产生的是"完全不足的回报"。相反，伯克希尔-哈撒韦进行了两次重大收购，这两次收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

购给伯克希尔带来的利润提升，使得公司“去年整体平均股东资本回报率超过10%，而我们投入纺织业务的资本回报率不到5%”。

由此，可以推算出这两家被收购的公司必须产生远超10%的资本回报率才行。那时，纺织业务占用的资本约为1600万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔-哈撒韦变身为控股公司王国

在1968～1969这两年间，伯克希尔-哈撒韦卖出其持有的所有有价证券——主要是股票，手中持有的现金越来越多，为未来的收购控股提供了弹药。蔡斯非常高兴地宣布，公司在这些证券投资上的盈利超过了500万美元，而且是税后。1965年的伯克希尔-哈撒韦公司，市值还不到2000万美元，公司净资产为2200万美元，公司唯一主业利润微薄，所以，赚了500万美元是相当有分量的。

这些从证券上赚来的钱促成了1969年对伊利诺伊国民银行的收购，伯克希尔收购了其97.7%的股份。在接下来的日子里，该银行为母公司提供了惊人的收益（请参阅案例15）。这家银行，与1967年以680万美元收购的国民赔偿保险公司一起（资金来源为伯克希尔的纺织业务），构成了伯克希尔帝国的强大支柱。保险公司在1969年已经可以产生承保利润，这样，巴菲特可以使用国民赔偿保险公司和合伙公司——国民火险和水险公司（于1967年收购）的浮存金进行投资，这些浮存金的成本为零。伯克希尔-哈撒韦的保险业务部门不断扩张，对此，肯・蔡斯做了如下描述：

“我们新的担保部门尽管规模不大，但在这一年中取得了不错的进展。通过在洛杉矶建立办公室，我们进入了加利福尼亚劳工补偿市场。我们新的再保险部门正整装待发……我们还有一些计划为新的州提供保险服务。[68]”

由此可见，当伯克希尔还是一家小型公司的时候，公司高层就已经开始考虑再保险业务，这充分显示了巴菲特和蔡斯从事业之初就有了对未来的宏大构思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

更多公司汇聚旗下

伯克希尔-哈撒韦公司还拥有《奥马哈太阳报》，但从财务角度来说，这项投资并不太重要。1969年，伯克希尔继续收购了两家小型企业。一家是布莱克印刷公司（伯克希尔100%控股），这家公司是《奥马哈太阳报》相关企业。另一家是盖特韦承保公司（伯克希尔控股70%），承保业务是保险部门的重要业务。盖特韦承保公司是一家批发经纪商，为经纪人提供承销机会，这家公司至今依然在运营之中。

现在，巴菲特宣布他希望集中精力于控股公司，因此，蔡斯说他预期伯克希尔-哈撒韦不会再“购买更多有价证券”。有鉴于后来发生的事情，这是个相当有趣的声明。伯克希尔后来以股票投资的成功而闻名于世，例如购买华盛顿邮报、可口可乐股票而大赚特赚。这也表明，构建这个企业帝国，并不是巴菲特既定的宏大计划步步推进的成果，而是在不同阶段采取不同策略应用他的重要原则的结果。

巴菲特的重要原则包括：

• 寻找高资本回报率的企业。

• 保持低风险，例如避免大量负债带来的风险。

• 成为投资者，而非投机者：深入分析企业，追求合理回报，建立安全边际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本使用

在伯克希尔的版图里，有1600万美元放在纺织业务上，伊利诺伊银行有1700万美元净资产，保险公司约有1500万美元。

将银行和保险这两块业务的利润放在一起，巴菲特估计“它们正常的盈利能力约为每股4美元。[69]”如果考虑到合伙公司投资伯克希尔的每股平均成本仅为14.86美元的话，这是相当优异的成绩。

而且，巴菲特判断多元零售公司和伯克希尔公司未来都具有不错的成长前景：“我的个人看法是，这两家公司的内在价值数年之后会有显著增长。尽管没有人可以预测未来，但如果它们的增长没有达到每年10%的速度，我会感到失望。尽管股票的市场价格会围绕内在价值宽幅震荡，但长期而言，总有一天内在价值会反映在市场价格上。所以，我认为长期持有这两只股票是非常不错的，我很高兴将我的绝大部分身家投在里面。[70]”

蔡斯和巴菲特都明确表示，会继续寻找并购的机会。

学习要点

1. 重要原则比宏大计划更为重要。

以合理价格买进低风险的、具有良好资本回报的企业，这是非常重要的原则，这一原则可以各种不同的方式应用。在应用这些原则的同时，巴菲特和伯克希尔前进的方向并非在一开始就可以预见到。

2. 内在价值是关注的焦点。

市场或许会在一段时期内将股价推动偏离其内在价值，但最终，价格会反映价值。

3. 资本配置是巴菲特投资表现优异的核心。

对于多个行业的估值分析，使得巴菲特和他的管理团队幸免于短视，避免了仅专注单一公司类型所导致的灾难性后果。资本配置对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司而言会产生一个机会成本，用于衡量另一项替代投资可能取得的最佳回报。也就是说，如果资金被投资于行业A的一家公司，我们需要知道，这笔资金因此就无法被投资到行业B。这样，当我们进行判断的时候，第一个公司的回报如果是10%，我们会将这个结果与最佳替代方案相比较——在这个举例中是行业B（假设A和B的风险水平一致）。如果行业B中的公司预期回报为每年9%，那么，应该投资A而不是B，我们就这样创造了价值。如果有一揽子公司和行业可以作为替代方案，那么，资本回报应该能上升，因为可供选择的范围更大了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例18　巴菲特合伙公司的终结（Buffett’s Investment In Sanity）

1969年，沃伦·巴菲特忙于为伯克希尔-哈撒韦增添新的子公司，但股市上其他买家的情绪态度，令他变得愈加忧心忡忡。这种态度可以用当时一家知名大型基金公司的基金经理的说法来证明，当时这家基金公司刚刚开展了一项新的顾问服务：

“国内国际经济环境日趋复杂，使得资金管理变成一项全天候的专业工作。一个优秀的基金经理人不能仅仅满足于以周为时间单位，甚至不能以天为时间单位进行证券的分析研究，证券研究应该以分钟计，必须关注每一分钟的动向。”[71]

对此，巴菲特幽默但绝对理智地回应如下：

“哇！这帮家伙搞得我连出去喝罐百事可乐都感到有负罪感。设想一下，越来越多手握巨资的人跃跃欲试，但可投资的合适证券却非常有限，这样导致的结果往往极难预测。这个场面看起来很热闹，也很糟糕。”[72]

巴菲特从格雷厄姆那里学到的，以及他自己也在不断反复强调的是：

•投资事关对企业的理解，需要进行透彻分析。

•股票市场上，短期或中期的股价变动往往与企业实际状况并不必然相关。长期而言，市场会反映企业的内在价值，但是在此之前，长达数月或数年的时间里，可以确定，市场会发生一些不可思议的事情。

不论是在今天还是1969年，巴菲特的上述描述都是准确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

没有股票可买

巴菲特接着表示，在坚守自己投资原则的前提下，他很难发现值得投资的公司：

“我要强调一下，目前适合投资的股票，在质量和数量上都处于历史的低点……德州仪器公司的达拉斯总部挂着一块牌子，上面写着，‘我们不相信奇迹，我们创造奇迹。’有时候，我觉得我们办公室的墙上也应该挂一块这样的牌子。一个上了年纪的棒球手，身材发福，腿脚不灵，眼神也不济了，他作为替补出场，有可能精准地打出一个全垒打，但你不会因此而改变球队的首发阵型。未来我们将面临诸多重大的不利因素，我们不至于一事无成，但总体利润可能低于平均水平。”[73]

当然，除了负面信息之外，也有正面信息：如果你能坚守正确的投资原则，那么在市场不存在折扣的情况下，你就会停止投资行为，你的投资资本以现金的方式积累着。然后，当股市出现大量折价股票的时候，你可以主动出击。这种方法可以让你免受市场情绪干扰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

低成本运营

在这段时期，巴菲特对节俭发表了自己的看法。对于一个成功的基金经理是否需要有一个大型的研究团队作为支撑，他也发表了意见："1962年1月1日，我们合并了之前的合伙公司，我不在家里办公了，并聘请了公司第一个全职员工。那时，我们的净资产达到了7178500美元。从那时起到现在，我们的净资产达到了104429431美元，而我们的员工只增加了一个人。"[74]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特决定退休

最终，巴菲特对于投资环境实在感到不适应，于是他宣布了退休计划，当时他只有38岁。1968年5月底，他发出了一封令投资伙伴震惊的信。

对于股票市场产生的令人不安的情绪，以及继续将自己的全部精力和时间投入在股票分析研究上，因而无暇顾及家庭生活，他进行了深刻的反省。

18个月前，他第一次提出需要改变人生的方向时，他否认自己会辞职，但他的确说过希望能够轻松一点，这样好有更多时间陪伴家人，用于其他的兴趣爱好，以及在旗下控股公司中投入更多努力，构建长期的框架，与他喜欢、信任、欣赏的人一起工作。巴菲特喜欢构建这样的关系，即便这样做意味着或许更低的资本回报率。

在那18个月的时间里，绝大多数伙伴持有的观点是：巴菲特应该留下来继续工作——即便预期回报率不像以前那么高，他依然是一个杰出的资金管理人。但是，到了1969年5月底，巴菲特下决心尽快结束合伙公司。

市场不再有利

首先，巴菲特解释了他对于市场环境的挫败感：

“第一，通过定量分析能找到的投资机会消失了，这样的投资机会在过去20年内持续稳定地减少，现在已经几乎全部消失。

“第二，我们的资产已经达到了1亿美元之多，这样巨大的规模使得我们在目前这个机会原本就有限的市场里，更加难以寻找合适的标的。因为300万美元以下的投资对于我们整体资产回报的表现并没有什么真正的影响，仅仅这一条就像一个门槛，已经将市值低于1亿美元的公司，排除在我们的投资大门之外。

“第三，人们越来越关注投资业绩，这导致了操作上的短期倾向，整个市场投机氛围越来越重（至少我是这么看的）。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

即便巴菲特发现了便宜的股票（尤其是净流动资产价值便宜），通常这类公司的规模会比较小，以至于他无法投资，因为巴菲特只有买进较大规模的股票数量，才能对整个投资组合产生有分量的影响。

对于将短期投资表现与股市大势进行比较的做法，巴菲特极为反感，他不想与那些短线投机客去竞争，他现在对控股公司更有兴趣。

个人原因

巴菲特惋惜地说，他早前已表达过，要将原先百分百对合伙公司的专注转移一些，要放慢脚步。然而，他内在的性格使得他无法放慢速度，他不忍心让大家失望，他喜欢在自己从事的行业里出类拔萃。

“在过去18个月里，我的努力完全失败了……只要还待在这个‘舞台’上，管理众多合伙人的资金，定期公开业绩，承担着实际上的责任，我就永远无法在合伙公司之外的任何活动上投入持续的努力……我不想一辈子做一只追逐投资收益的疯狂的兔子。”[76]

随后，他透露了爆炸性消息：“有关我的退休计划，年底之前，我打算给所有合伙人发出正式通知。”[77]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

合伙公司解散后合伙人资金的去向

出于强烈的责任感，巴菲特在1969年并不打算简单地结束合伙公司，他一直在考虑解散公司后，如果合伙人不打算自己投资，该如何处置收到的资金。他的想法如下：

・推荐一位资产管理人的替代人选。这个人必须德才兼备，既有诚实的品德，又具有能力。他“在未来应该干得和我未来可以达成的业绩一样好，甚至更好（尽管绝对无法重演他或我过去的表现）[78]”。这不是骄傲，因为巴菲特认为他无法复制过去的优异表现。此外，对于这位资产管理人还有一个标准，就是他愿意接受小额的资金，接受资金有限的合伙人。

・合伙人可以自由选择，选择接受现金或有价证券，这些证券“代表的公司前景以及价格都是我非常看好的，但如果合伙人希望变现，他们也可以随时兑换成现金[79]”。

・合伙人可以持有伯克希尔-哈撒韦和多元零售公司相应比例的股份。但是合伙人被告知这两家公司的股票“不能自由地交易（因为SEC对控股类股票以及非注册上市的股票有多项限制规定），在很长时间里也可能无法转让，也不一定有分红[80]”。

重大决策

从根本上而言，巴菲特希望合伙人或者选择现金，或者选择这两家公司其中之一或两家的股票，这两只股票的风险是流动性差，没有分红。如果是你，你会怎么选？

当然，事后看来，我们应选择全部投入伯克希尔-哈撒韦，因为当初的每一个1000美元最终都会变成数百万美元。但是，当时而言，伯克希尔所拥有就是一摊日渐衰败的纺织业务、一家年资本回报率约20%的奥马哈小型保险公司、一家回报不错的小银行、一家小型报纸以及一两个更小的企业。至于多元零售公司，实际上也根本不像它的名字一样多元，它就是一家连锁零售商店，卖些便宜货，而且它的大部分商店位于城镇里并不繁华的社区。总之，在当时的情况下，这个决定并不那么简单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，对于很多合伙人而言，令人摇摆不定的决策因素是巴菲特在伯克希尔和多元零售公司上的后续参与程度。他们支持这个人，尽管迄今为止这两家公司的成功都是有限的。巴菲特坦诚地谈论了关于这两家公司的想法（注意，他强调的是人和关系）：

“我非常喜欢我们控股公司的经营者（现在又新加入了罗克福德的伊利诺伊国民银行信托公司，其资产超过1亿美元，经营极为出色，是伯克希尔今年年初收购的），我希望这种关系能持续终生。可以肯定地说，我绝不会仅仅为了高价，而出售一个由我喜欢和欣赏的人经营的控股公司。但是，在特定情况下，或许会出售控股公司的某一个业务部门。”[81]

巴菲特的愿望——在精彩中结束

巴菲特说他对合伙公司有一个最终的目标，“在精彩中结束”。可惜事与愿违，1969年是个糟糕的年份。他希望最好的情况是“在给合伙人支付每月分红之后，我们在1969年保持不亏不盈的状态[82]”。

巴菲特承认，如果股市还能发现宝贵的投资机会，他愿意延迟一两年再清算合伙公司：“坦白说，尽管前面说了这么多，但如果我能得到一些特别好的投资机会，我还是愿意在1970年甚至1971年继续管理合伙公司。不是因为我留恋，只是因为我认为在好的年份结束胜过在坏的年份结束。然而，我没有发现任何合理的有希望的机会，可以提供这样一个好年份来结束。我也不想拿着别人的资金‘碰运气’。我不习惯现在的市场环境，也不想仅仅为了逞英雄，而在一个我不懂的游戏中继续尝试，结果破坏过去良好的投资纪录。因此，我们将在今年清算持有的股票。”[83]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

推荐比尔·鲁安接手资金管理

巴菲特为他的合伙人提供了相当漂亮的持续性回报。但他所推荐的第一人选——比尔·鲁安的基金1962年曾大跌50%，到1963年他管理的基金刚刚回本。1969年10月，在巴菲特向合伙人推荐鲁安时，鲁安的基金刚刚在前9个月又跌了15%。当我发现这样一段历史细节时，非常好奇。因为鲁安的短期表现不佳，但巴菲特依然认为他是最佳人选。

问题的关键在于：巴菲特为什么大力推荐鲁安？巴菲特到底看到了什么，让他断定鲁安将来会有杰出的表现？首先，鲁安的整体绩效表现良好。从1956年到1961年，以及从1964年到1968年，鲁安所有客户账户的综合平均回报，均超过年化40%。就这个纪录而言，鲁安比巴菲特干得还要好。更为重要的是，鲁安也奉行稳健的投资原则。

投资家比尔·鲁安

1949年，鲁安从哈佛商学院毕业，毕业之后，他循着常春藤大学的传统路径，进入华尔街。再之后，就像巴菲特在他那次伟大演说《格雷厄姆和多德部落的超级投资者们》（1984年在哥伦比亚大学）[84] 中提及的：“他意识到自己需要接受真正的商业教育，所以到哥伦比亚大学参加了本（·格雷厄姆）的课程。”正是在格雷厄姆的班上，21岁的巴菲特与鲁安相遇。作为多年的相知，巴菲特非常了解鲁安。

巴菲特认为鲁安是一个真正的投资者，综合考虑人品、能力，以及能否长期为所有合伙人服务等要素，鲁安就是最佳人选。[85] 在给合伙人的信中，他称赞鲁安的品行：“我与鲁安相识多年，我对他的品行、脾气、才智都非常了解。如果苏茜和我离世，而我们的孩子还小，我委托了三个人全权处理投资事务，鲁安是其中之一。”[86]

附加说明

巴菲特极为理性和诚实，他会尽力保持这种品质，使得看错人的概率降到最低：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“判断一个人在未来的表现如何，尤其是在未知的环境中，无论如何也无法完全排除犯错的可能性。然而，必须做出决策，无论是主动的，还是被动的。我认为选择比尔，从他的品格来看，有极高的概率是正确的，从他的投资表现来看，也有极高的概率是正确的。同时我认为比尔会在这个行业中干很多年。”[87]

来自格雷厄姆-多德部落的投资者会持有相同的股票吗

巴菲特注意到，尽管他与鲁安师出同门，都是出自格雷厄姆-多德部落，但他们还是有不同之处，即使在同一时期，他们的持股也少有相同。

的确，在哥伦比亚大学的那场演讲中，巴菲特描述了8位价值投资者的表现，他们都直接师从于格雷厄姆，但他们的投资组合几乎完全不同。更有甚者，即便都属于价值投资门派，他们每个人的风格也不一样。例如，沃尔特·施洛斯（他是1954年格雷厄姆-纽曼公司的四位员工之一，他是分析员，不是合伙人）专注于财务数据，投资组合十分广泛（持股超过100种不同股票），而加州的查理·芒格持股非常集中，专注于那些具有强大经济特许权的公司，而且不太看重资产负债表。

当然，格雷厄姆-多德部落的投资者们也有很多共同点，例如：

- 分析企业，而不是分析股票市场的波动。
- 构建安全边际。
- 只追求合理的回报。
- 懂得并会利用市场先生的情绪，而不是卷入其中。

比尔·鲁安之前的资金规模

直到巴菲特推荐之前，鲁安管理的资金规模大约为500万到1000万美元之间，但到了1969年，他管理的资金从2000万增加到3000万美元。如果他管理更大规模的资金，或许会遇到困难，这也是巴菲特担心的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 资金规模的增加“会拖累投资业绩[88]”。随着投资标的最小市值要求提高，可以寻找到的折扣价格机会就会变少。

• 他可能要投入更多精力在企业的管理运营中，而不能将全部时间都用来思考投资本身。

• 如果他过去表现优异，接下来他会有很大的可能表现一般，“在未来10年，主动投资做得再出色，超越被动投资的优势都非常有限[89]”，其中原因是，与历史相比，当今的市场情况已极为不同。

尽管有这些不利的方面，巴菲特说这些“并不会导致糟糕的业绩，而更有可能导致平庸的业绩。我认为这就是你们跟着比尔的主要风险——而业绩平庸并不是可怕的风险[90]”。鲁安成立了红杉基金，用以管理来自巴菲特合伙人的资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特合伙公司的终结

1969年11月下旬，巴菲特提前30天发出了通告，告诉合伙人自己将要退休。在之前的一封信里，他提到现金分配的方式，分配比例为1969年年初公司价值的56%，按每个合伙人的权益比例分配。但是，由于他卖出股票的价格高于预期，所以这个数字在1970年1月变为64%。

此外，合伙人可以得到多元零售公司和伯克希尔-哈撒韦公司的相应股份。然而，如果他们选择处置这些股票，他们得到的现金会比1969年1月1日多出30%～35%。即便如此，还可能剩下一些与证券有关的资本。巴菲特预计可以在1970年上半年卖出这些证券，这样还会再有一轮现金分配。巴菲特相当理性，并没有在1970年上半年匆忙处置这些证券，6月之后还有一些股票尚未出清，最后一次的分配也处于悬而未决的状态。

两家公司

1969年年底，巴菲特合伙公司持有：

- 多元零售公司总股本1000000股中的800000股。多元零售100%持有联合零售公司。

- 伯克希尔-哈撒韦总股本983582股中的691441股，约合70%。

巴菲特不打算卖出这两家具有吸引力的公司，他同时也告诉合伙人，自己将大部分身家都投入了这两家公司，他相信公司的前景不错。

合伙人式信托责任的终结?

巴菲特坦率地宣称，他与合伙人之间的关系已经发生了变化。对于多元零售公司和伯克希尔-哈撒韦公司的股东而言，巴菲特仅仅是公司的股东和董事而已。他已经不再是管理合伙人，也不再承担相应的道德或法律责任。巴菲特这么说并没有问题，但我们知道，抛弃一贯的管理作风或家长式的责任感，巴菲特是做不到的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果你了解沃伦·巴菲特，如果你见过他本人，就一定会知道，他对待股东的态度，和他对待合伙人一样。他欢迎所有的股东到奥马哈来，让他们尽可能多地了解公司状况，并且他的管理才能和投资服务实际上可以说是免费提供的。

但回到当年，他一直在试图减轻肩上的责任。他在1969年12月5日的信件中，提到他不想负担持有这些股票的责任，也不想总是将时间花在这上面：

“我想强调的是，未来你们持有这两家公司的股票后，我与你们不存在管理或合伙关系。你们可以自由处置手中的股票，当然，我也有同样的自由。我认为我自己会有很大可能性，在相当长的时期持有多元零售和伯克希尔股票。但是，我不想有任何道义上的承诺，也不想对任何人就他们的持股在未来表现如何有任何建议。当然，这些被投资的公司会告知全体股东公司的情况，你们会收到它们的报告，可能每半年就有一次。如果我一直持有这些股票，正如我完全希望的那样，我参与公司活动的程度取决于我在其他方面的兴趣。我在公司决策方面会居于重要位置，但我不想承担被动型股东以外的责任，除非我有别的兴趣。” [91]

学习要点

1. 市场情绪的变化对于价值投资者而言也是莫测难料的。

此时需要谨慎小心。

2. 有良好安全边际的投资机会欠缺时，在投资组合中保留较多的现金是适当的策略。

3. 你应该与正直且勤奋的人为伍。

4. 短期表现（一年或更短）对于衡量投资能力毫无意义。

奉行稳健的投资原则，好结果自然随之而来。

5. 小投资者有自己的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小投资者的资金数量较少，这样就扩大了他们可选择的投资标的范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例19　蓝筹印花公司（Blue Chip Stamps）

投资概要		
	投资对象	蓝筹印花
	时间	1968 年至今
	买入价	300 万～400 万美元（最初）
	数量	7.5% 股份（最初）
	卖出价	被伯克希尔公司合并
	利润	数亿美元

1969年年底，巴菲特合伙公司已经持有了大量蓝筹印花（BCS）股票，约占合伙公司6%的资金。这些股票是从1968年开始买入的，当时蓝筹印花公司的市值约为4000万美元。查理·芒格与他的朋友，同为格雷厄姆学生的里克·盖林也发现了蓝筹印花的机会，于是也买入该公司的股票。

之后，巴菲特打算卖出一些持股，其中包括合伙公司持有的371400股蓝筹印花股票（相当于蓝筹印花7.5%的总股本），以便把现金分给合伙人。他认为股票应该值24美元左右。但随之而来的股市下跌，导致承销商的出价非常低，而且还在不断下调。

最后，只注册上市卖出了一小部分，大部分股票还是留在了巴菲特手里，他在信中写道：直到发现“更有利的处置方式，或是最终分配给我们的合伙人……这可能会等上一年或两年时间”[92]。事后的结果证明，这只被迫留下的股票赚了很多钱。

现在，让我们回顾一下巴菲特合伙公司最初是如何投资蓝筹印花公司的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

印花业务

20世纪60年代末期到70年代初期，很流行从零售商那里收集印花。当你购物之后，在找回零钱的同时会得到很多印花——加油站就发出了很多这样的印花。你将这些印花拿回家，将它们贴在本子上，一页又一页。这些贴满印花的本子，待攒够了一定数量，可以换取烤箱、水壶、桌子等物品。蓝筹印花业务的亮点在于它能从零售商那里收取费用——先收取现金，这些现金日后会用于购买烤箱等商品。

值得注意的是，在零售商为印花支付现金之后，顾客前来兑换之前，蓝筹印花公司的账上有一笔现金，这就是浮存金。你有没有联想到巴菲特的旗下公司似乎也有类似情形？当然，就是保险业，客户在发生索赔之前要先支付保费。坐拥这些浮存金，蓝筹印花公司手里的现金越来越多，人们或是因为丢失了印花而不来兑换，或是因为积攒的印花太少无法兑付，或是他们压根就忘了这回事。

每年蓝筹印花公司大约向零售商卖出1.2亿美元的印花，公司手里的浮存金达到6000万美元到1亿美元之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为何蓝筹印花公司的股票便宜

蓝筹印花公司在1956年由9家大型零售集团创立，这些发起公司中包括加油站，他们会发放印花。其他零售商也可以发放印花，但他们不能插手印花公司的经营，也不能分到利润。当这些小零售商得知蓝筹印花公司能以此获利，便上告反垄断部门，1967年，蓝筹印花公司得到通知，必须全面重组。

结果是，蓝筹印花公司必须向这些小零售商发行股份，吸收他们成为公司股东，股份发行之后，新股占比达到55%，这些股票可以在市场上出售。

数以千计的小零售商最终得到了这些股票，但他们并不真的想持有，于是纷纷抛出，导致股价下行。这时，巴菲特、芒格和盖林却如饥似渴地买进。

巴菲特在2006年的致股东信中提到了蓝筹印花公司：

“芒格和我常常可以引领风潮，在早期就抓住一些前景大好的商业趋势……我们两人在1970年就涉足了印花兑换的生意，我们购买了蓝筹印花公司。那一年，该公司的销售额是1.26亿美元，它的印花贴纸在加利福尼亚州随处可见。1970年，大约有600亿张印花被顾客收集成册，拿到蓝筹印花的兑换店里兑换商品。我们兑换商品的目录册有116页，里面印满了吸引人的商品……我被告知，甚至妓院和殡仪馆都会给客户发放印花。” [93]

巴菲特和芒格最终主导了蓝筹印花公司的董事会，并且接管了投资委员会。这样一来，巴菲特又多了一大笔可以投资的资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特运用蓝筹印花公司资金的案例

蓝筹印花公司的投资对象之一，是喜诗糖果，投资发生在1973年。该公司至今依然为伯克希尔-哈撒韦公司所拥有。这项1973年的收购，价格为2500万美元，后来仅追加了4000万美元，至今已经创造了19亿美元的税前利润。这个激动人心的投资故事将在下一章详细叙述（见案例20）。

学习要点

1.对于一个经验丰富的投资者而言，浮存金是获得额外回报的非常有用的工具，可提供无息资金。

浮存金（就是公司掌握的在相当时期内可供投资的储备金）在很多类型的企业都存在，不仅仅是保险公司，例如，发行印花、圣诞篮俱乐部以及一些控股公司。

2.当很多股票持有者三心二意的时候，往往是买家买进的好机会。

如果很多股东对公司都不够忠诚，股价会被压低。

3.经营有问题的企业未必是糟糕的投资。

如果能重新分配已有资源，可以创造出超额回报。

4.与志同道合的投资伙伴合作，可以获得更大的影响力，进而为全体股东创造更大的价值。

通过合作，巴菲特、芒格和盖林得以掌控蓝筹印花公司，使公司的盈利来源变得更好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例20　喜诗糖果（See’s Candies）

投资概要	投资对象	喜诗糖果
	时间	1972 年至今
	买入价	2 500 万美元
	数量	全部股份
	卖出价	仍为伯克希尔公司全资拥有
	获利	20 亿美元，还在持续增长中

这一年，39岁的巴菲特管理合伙投资公司已经13年，取得了年化复利回报23.8%的投资业绩，这是巴菲特收取管理费之后的业绩。如果计算费前回报，年化回报率是惊人的29.5%，相较而言，道琼斯指数在同期的年化回报率为8%。每一个1957年投资了1万美元给巴菲特合伙公司的人，1970年大约可以得到16万美元。

1969年，当合伙公司解散时，一共有99个合伙人。他们会分到64%的现金，其余部分是伯克希尔-哈撒韦公司和多元零售公司的股票。有些人希望解散时全部变现，出售分配给他们的股票。合伙公司余下的资金持有371400股蓝筹印花公司股票（相当于该公司总股本的7.5%），巴菲特打算尽快将这些股票出售，收回现金分配给合伙人。

很多投资者注意到巴菲特会继续持有伯克希尔-哈撒韦公司和多元零售公司的股票，他们决定继续跟随，至少他们打算持有一部分这两家公司的股票。尽管巴菲特先前已经告诉他们，持有这些股票可能流动性很差，或压根无法流通，也没有分红。但是，这些投资人普遍的态度是：如果巴菲特愿意持有这些股票，他们也愿意。至于这个投资决策的依据，知道巴菲特愿意买这些股票，这就足够了。

巴菲特持有合伙公司1/4的股权。从一个四处寻觅赚钱机会的男孩，一路走来，巴菲特不择细流、聚沙成塔，如今他已经非常富有，这是一条漫长的道路。此时的巴菲特可以选择退休，过上优哉游哉的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

奢华生活，但这种日子对于巴菲特没有丝毫的吸引力，他喜欢商业活动带来的快乐，喜欢经商带来的智力挑战，喜欢在伟大的画卷上尽情挥洒。

尽管他也做一些其他事务，例如管理巴菲特慈善基金会——该基金会每年为50名黑人大学生发放奖学金，但巴菲特的主要精力还是投入到了投资事业中，此时他的工作重点主要是控股企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

日常工作

巴菲特企业帝国的控制中心位于基维特大厦的一个小办公室，距离他在奥马哈的家不远。一般情况下，他早上8：30到下午5：00在办公室度过，大部分时间是打电话（包括与查理·芒格的通话），或是阅读。在这个总部办公室里，只有四五个助理处理日常事务，包括：与证券经纪商打交道、会计记账、对外联络沟通。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赚钱机器

巴菲特决定将他的大多数财富投入伯克希尔公司。除了从合伙公司获得的伯克希尔-哈撒韦股票，他还迅速加仓买进，截至1970年春末，巴菲特夫妇大约持有29%的伯克希尔股票。当时伯克希尔的股价约为43美元/股。这样，他持股的市值大约有1200万美元。

他还持有多元零售公司约40%的股票，该公司总股本为100万股。（根据有形资产测算），该公司每股大约值12美元，所以，巴菲特持股的价值约为500万美元。

此外，他还有遇到麻烦的蓝筹印花公司的股票。1969年，他本打算卖掉该股票，但是萎靡不振的股价，使他的计划未能实施。巴菲特于是打算留着这些股票，最初，他仅仅持有个位数百分比的股票，但是到了1969年年底，他持有的蓝筹印花股票占比已经上升到了两位数。

现在，如果巴菲特愿意，他可以惬意地靠在椅子上，双手置于脑后，满心欢喜地在心中细数他那一个个完美的赚钱机器：肯·蔡斯管理着纺织厂、尤金·阿贝格管理着伊利诺伊国民银行、杰克·林沃尔特管理着国民保险公司、本·罗斯纳管理着联合零售商店，还有其他信任的人管理着较为小型的企业。这些优秀的经理人每月将公司财务数据上报给他，巴菲特就这样一边阅读着财务月报，一边看着现金源源不断地流入。

但是，巴菲特却不甘心止步于此。这些公司创造的维持自身运营之外的现金，可以使用在其他地方，这是可以用于投资的现金流！这实在是太有诱惑力了。这些公司都有各具特色的浮存金，巴菲特认为应该将这些自由现金流进行良好的配置，在这个配置过程中，他可以获得在投资领域发现新机会的乐趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特在1970年持有的三只潜力股

1.伯克希尔-哈撒韦公司

巴菲特持有伯克希尔-哈撒韦29%的投票权，加之公司其他股东的忠心耿耿，这些股东很多都是之前巴菲特的合伙人，这种情况使得巴菲特可以主导董事会，并且能够进行资产配置的决策。这样，伯克希尔-哈撒韦逐渐从20世纪60年代业务单一的、拥有2200万美元有形净资产的纺织企业，变成了一个小型的拥有5000万美元有形资产的多元化企业综合体。其资产大致均分于三个不同的业务类型：

• 利润微薄的纺织业务。如果还算有点利润的话，1969年曾经是较好的年份之一，资产回报率为5%。

• 近期刚收购的伊利诺伊国民银行（罗克福德银行）。

• 一家保险公司。这家公司已经从商业车险扩展到劳工保险和再保险业务。对于巴菲特而言，这家公司既有会经营保险业务、创造利润的管理层，又有3900万美元的浮存金可供投资。

另外伯克希尔还有200万美元投资在其他地方。减去收购罗克福德银行的700万美元负债之后，有形净资产为4300万美元，这几乎与伯克希尔-哈撒韦的市值差不多。出于历史完整性的考虑，我必须提醒一下，此时的伯克希尔-哈撒韦公司还持有《奥马哈太阳报》和布莱克印刷公司，但是它们的体量都很小，并且在未来的整个控股公司中没有太大表现。

整体而言，1969年伯克希尔-哈撒韦的平均股东权益回报超过10%，这些回报包括了还处于成长期的银行业务和保险业务。如果单独计算，巴菲特1969年曾经说过，国民赔偿保险公司的资本回报率约为20%。

巴菲特推算银行和保险公司的获利能力加在一起大约是400万美元（虽然是预计，但部分是基于过去已有的信息）。投资3200万美元的有形资产，创造出400万美元的现金流，等于资本回报率为12.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你会在1970年投资伯克希尔-哈撒韦吗

我想你会认为这些数字还不错，但不至于到令人拍案叫绝的地步，还看不出来有朝一日伯克希尔-哈撒韦会跻身于美国四大公司之一。实际上，如果我可以穿越到1970年，如果有人让我分析一下伯克希尔-哈撒韦，我可能会得出这样的结论，尽管公司有一个了不起的船长，公司业务本身却相当平淡无奇，也没有显示出能长期维持高回报率的能力。在市场上，伯克希尔公司股价的升幅也并不比每股账面价值高，这并不令人意外。

在一家企业没有显示出激动人心的未来成长之前，很难给人留下深刻印象。

也许，有那么一天突然灵光一现，我或许会意识到伯克希尔旗下银行产生的利润现金流、旗下保险公司拥有的3900万美元浮存金、来自纺织业务的微薄利润，以及保险承销的利润，这些都可以投资到其他地方。这样，月复一月，巴菲特都有现金可供使用。如果他能控制更多的保险公司，就会有更多的浮存金。

当然，作为保险理赔的准备金，绝大部分浮存金必须投资于非常安全的投资品种上，也就是投在国债和债券上，而不是股票。不过，总是会剩下一部分可以投资在股票上，让巴菲特得以大显身手。但事情并非像听起来那样完美，至少在近期的将来是这样，因为1970年巴菲特在股票市场上并不活跃，原因是他找不到便宜货。

为了做出冷静的评估，我会审视巴菲特收购的每一家公司。当时，巴菲特商业帝国的构成仅有一家可怜的纺织公司、一家新收购的银行及其年长打算退休的行长、一家小型的保险公司。看到这些，我或许会认为无论巴菲特如何努力，伯克希尔这艘船都无法走得太远。巴菲特曾经说过，他仅预期400万美元的股东盈余能以年化10%的速度增长。这并不是一个了不起的速度，如果不进行分红，公司的有形净资产会同步增长。

考虑到伯克希尔-哈撒韦在1970年的平凡背景，巴菲特的伟大故事并不是注定会发生的，伯克希尔也不是注定辉煌的企业帝国。在职业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

生涯的很多时候，巴菲特手中的工具并不锋利，材质也不佳，但巴菲特将它们融炼为一体，实现了凤凰涅槃。

2.多元零售公司

巴菲特持有的第二个潜力股是多元零售公司。20世纪70年代早期，巴菲特累计持有联合棉纺商店40%的股份，这家连锁商店有80家分店，后来更名为联合零售商店，这家公司税后利润约100万美元，大约相当于20%的资本回报率。

多元零售公司刚刚将霍希尔德·科恩公司出售给了通用超市公司，收到了504.5万美元。此外，作为补偿，多元零售公司还持有通用超市公司两笔债权，一笔是1970年年初到期的200万美元，另一笔是1971年年初到期的454万美元。这样，巴菲特可以在接下来的几个月里，拿到合计超过1100万美元的现金。加之另外还有其他大笔资金可用于投资，当市面上的公司和股票在以折扣价大量出售的时候，巴菲特已经准备好大展拳脚了。

3.蓝筹印花公司

巴菲特持有的第三只潜力股是蓝筹印花公司。这家公司曾经是一个麻烦的烫手山芋，它的印花销售业务已经日薄西山，从经营层面而言已经没有什么价值了。巴菲特曾经在1969年12月31日给合伙人的信中，陈述了他对蓝筹印花公司的想法：“等待有利时机处置，或最终分配给合伙人。”不过现在他似乎有其他想法，因为这里有巨大的可供他投资的资金。蓝筹印花公司拥有的浮存金甚至比伯克希尔还多，将近6000万到1亿美元之间，而且，公司的投资委员会在巴菲特和芒格的牢牢掌控之中。

未来的锦绣前程

综上，从企业运营的角度看，巴菲特控制了一些小型公司，作为他新职业生涯的起步并不起眼，他如何打好手中的这副牌，书写出动人的故事，这里有太多功课需要做，包括如何配置资产、激励员工和选择股票。

接下来的两年，巴菲特会做什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当巴菲特开始人生新阶段时，他遭遇了两种可能互相冲突的力量。

首先，一系列公司的运营（通常）产生源源不断的现金流。1970年，金额约为税后500万美元，其中约400万美元来自伯克希尔-哈撒韦，100万美元来自蓝筹印花公司。看看他们的成长：到了1972年，单单伯克希尔-哈撒韦一家的营业利润已经达到1110万美元。

第二种力量是巴菲特无法尽情地投资，因为他找不到足够多的便宜股票。

巴菲特手下有优秀的人才管理企业，他们懂得他的要求，那就是投入的每一美元都要产生满意的回报；如果资金投入在企业里却无法产生足够的回报，就应该上交给巴菲特，投到其他地方去。下面扼要叙述一下，看看巴菲特麾下优秀的公司高管们干得如何：

・杰克・林沃尔特，66岁，将国民赔偿保险公司经营得风生水起，取得两位数的资产回报率，使得伯克希尔-哈撒韦的保险业务不断成长。公司的再保险业务到1972年已经发展得颇有实力。此外，还收购了几家小型保险公司。

・尤金・阿贝格，73岁，管理伊利诺伊国家银行，他知道如何为伯克希尔-哈撒韦创造满意的资本回报。

・肯・蔡斯，55岁，一直为伯克希尔-哈撒韦纺织业务的生存而奋斗，始终致力于削减资本开支，直到纺织业务收缩到伯克希尔净资产的1/5以下。

・本・罗斯纳，70岁，掌管多元零售公司，有形净资产回报率超过20%。

伴随着企业运营产生的现金盈余，巴菲特看到他可以控制的浮存金增长如下：1972年，保险浮存金上升到6950万美元；1971年年初，多元零售公司的现金约为1100万美元，蓝筹印花公司约为6000万到1亿美元。

这样，巴菲特至少有三桶金可以用于未来的投资。每一桶金，也就是每一家公司，还有其他小股东的权益。巴菲特认为这些小股东都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是忠诚和值得信任的合伙人，具有同样的价值观，巴菲特对待他们也绝对的公正和公平。

现在，让我们来看看巴菲特处置现金的一个案例——他在喜诗糖果上的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

喜诗糖果

喜诗太太

喜诗太太（Mrs.See）的肖像一直被喜诗公司用作市场宣传，那是一张真实的老照片，通常印在糖果盒子上，照片中的人像真的是喜诗太太，她的名字叫玛丽，是查尔斯·A.喜诗的母亲。1921年，她和儿子，还有儿媳弗洛伦斯一起制作糖果出售，他们的事业从加州帕萨迪纳的一间小平房起步。喜诗糖果迅速以高品质和经典怀旧的风味赢得了口碑。在接下来的几年里，他们在加利福尼亚州开了几家连锁店，成了家喻户晓的品牌，人们吃着喜诗糖果长大。到了1949年，查尔斯的儿子劳伦斯接管了公司的运营，此时，喜诗糖果一共有78家分店。劳伦斯的兄弟——查尔斯·哈里·喜诗也在公司里工作。

查克·哈金斯

查克·哈金斯（Chuck Huggins）是巴菲特在喜诗糖果公司的关键人物，他一共提供了约20亿美元现金供巴菲特进行其他投资，所以，简要了解一下哈金斯的背景非常有必要。哈金斯1925年出生，第二次世界大战时当过伞兵，后来学习英语专业。在做了一段没有出头之日的销售工作之后，1951年，他得到劳伦斯·喜诗的面试并得到聘用。刚开始，哈金斯给总经理打下手，什么活儿都干，很快就崭露头角，并获得提升。1969年，57岁的劳伦斯·喜诗过世，他的兄弟哈里无心管理公司——据说他更希望享受“美酒与美女”。这时，哈金斯已经是这家拥有150家分店的公司的副总裁，他的老板要求他为公司寻找一个买家。

蓝筹印花的兴趣

1971年，蓝筹印花公司的投资顾问罗伯特·弗拉赫里得知喜诗糖果公司有意出售的消息，他与蓝筹印花的一位高管威廉·拉姆齐一起给巴菲特打电话，表达了强烈的收购意愿。巴菲特的第一个反应是，他无意收购一家糖果公司，并认为价格太贵，然后就挂了电话。

当弗拉赫里和拉姆齐再次与巴菲特联系时，巴菲特已经看了喜诗公司的财务报表，他略微放松了自己的底线，表示愿意以某个价格收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

购这家公司。1971年11月底，巴菲特、芒格和盖林前往洛杉矶的一家酒店会晤哈里·喜诗和查克·哈金斯。除了知道巴菲特这些人运营一些小型投资机构之外，喜诗这边的人对这些投资者一无所知。

作为一个在加州生活已久的人，芒格对于喜诗糖果相当熟悉，他非常了解喜诗在加州的品质声誉。喜诗糖果的品牌效应如此之强，如果它的竞争对手打算夺取市场份额，需要付出巨大的代价。喜诗糖果的粉丝具有极强的品牌忠诚度，近乎狂热。

做了一番了解之后，巴菲特说自己有意购买这家公司，但有一个前提问题需要解决，就是在收购完成之后，谁来管理这间公司的运营。巴菲特直言不讳地说，他这边没有人可以扮演这个角色。对此，哈里·喜诗回应说哈金斯可以担当此任。从蓝筹印花过来的三位代表问哈金斯可否第二天再次会晤，哈金斯答应了。在次日的会面中，他们问了很多问题，历时三个小时，哈金斯开诚布公地陈述了喜诗公司各方面的优缺点。

哈金斯发现无论是否提及公司的缺点，这些聪明的家伙迟早也会意识到，所以最好的方式是丑话说在前面。此外，考虑到如果交易达成，自己还需要与这些人一起共事，哈金斯明白建立在坦诚基础之上的关系是最佳之选。他坦诚、务实、理性的作风给巴菲特、芒格和盖林留下了深刻的印象。

反过来，巴菲特一行也给哈金斯留下了深刻印象。巴菲特问了一系列聪明的问题，并关注公司的核心业务。他现在可以放心了，与他一起共事的是一群非常聪明的人，是关心事业的老板，他们非常重视正直和荣誉。例如，他们希望哈金斯维护喜诗家族塑造的高道德标准的公司文化，维护并提升品牌的声誉，提供最高标准的服务。

他们希望哈金斯一如既往地经营公司，毕竟，哈金斯比他们更了解公司运营、员工以及顾客的情况。他们的角色是关注公司的长期发展，确保公司充足的资本支持，提升公司价值，帮助公司高管开阔眼界。

哈金斯对巴菲特、芒格和盖林的印象良好，如果蓝筹印花公司能收购成功，他将尽其所能将工作做好，推动公司的发展，虽然目前这件事尚未定夺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收购喜诗

1971年11月，对于是否购买喜诗糖果，巴菲特和芒格是有点犹豫的。毕竟，这家公司的有形净资产仅800万美元，税后利润仅200万美元。无论是从资产负债表，还是从损益表来看，3000万美元的要价似乎都有点高。来自芒格的投资基金——惠勒·芒格公司的投资合伙人艾拉·马歇尔努力说服他们，这是一家与众不同的公司，值得更高的价格，他帮助芒格一起努力说服巴菲特。在上述所有的数字中，只有一项非常积极有利的因素，那就是：这家公司的有形资产税后回报率高达25%。

当时，喜诗旗下产品的售价与业内主要竞争对手罗塞尔（Russell Stover）的产品售价差不多，但蓝筹印花公司的高层认为喜诗糖果具有尚未挖掘的定价能力，长期而言，其产品价格有望超过罗塞尔。他们发现如果蓝筹印花能以2500万美元收购，那么以税后200万美元利润计算，这笔投资的回报率可以达到8%，这还没有考虑未来提价的因素（1971年11月，美国十年期国债的利率为5.8%）。

但是，如果考虑到巴菲特越来越相信的喜诗具有“没有上限的定价权”，喜诗的利润或许会处于一个迅速上升的通道，从税前400万美元很快增加到650万～700万美元。要达到这一目标，只需每磅产品提价15美分（当时的售价为每磅1.85美元）。

考虑到巴菲特一贯秉承本杰明·格雷厄姆的投资原则，以有形净资产3倍的价格进行这场收购，于他而言是一个巨大的跨越，更不用说，如果仅按照流动资产计算，这个购买价格的倍数就更高了。他允许芒格和其他人将他的边界扩大，纳入那些在他的能力圈内具有优秀商业特许权的公司。

尽管巴菲特在思想上有所变化，但他和芒格还是为这场交易设定了一个严格的出价底线——2500万美元，如果要价再高，他们就准备放手了。这个价格与哈里·喜诗的要价有相当的差距。最终，哈里同意以2500万美元成交，这样他可以继续过自己想要的日子了。整个交易于1972年1月3日完成，蓝筹印花公司收购了喜诗糖果99%的股份，另外1%的股份在1978年被收购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收购之后

收购协议一经签署，哈金斯（被任命为公司总裁和CEO）就和巴菲特达成了一项简单的薪酬方案。这个方案的达成仅仅用了5分钟，也没有写在纸上，但却持续了数十年之久。

巴菲特出自本能地开始热切关注与此项生意相关的关键点，特别是与财务相关的部分，例如白糖和可可期货。哈金斯并没有被要求必须与巴菲特或来自蓝筹印花、伯克希尔的其他任何人定期会面。不过，巴菲特希望定期收到有关营业额以及相关方面的统计数据。但是请注意，巴菲特需要这些数据并非是打算指导哈金斯如何出售更多糖果，或如何改善生意，他只是对结果感兴趣，尤其是资本回报率。

虽然巴菲特不会定期给哈金斯打电话或监督他，但如果哈金斯需要与他咨询或商议些事情，他们可以随时取得联系。哈金斯可以随时给巴菲特打电话，巴菲特会随时接听，万一未能及时接听，他也会在一个小时之内回复。

这种关系对于双方而言，更像朋友和知己间的平等合作，而不是老板与雇员。巴菲特从来没有命令哈金斯去做任何事，但当做出决策之后，他会帮助测试结果。巴菲特会根据自己积累的经验教训，指出哈金斯忽略的一些选项，但巴菲特不会坚持己见，仅仅是供决策者参考，由哈金斯自己做决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

特许经营权

一路走来，喜诗公司一直坚持高品质的原则发展连锁店，从未偏离。它从来没有打算改变，也没有打算进行多元化。制作和销售糖果是它的专长，在这些领域里，喜诗具有持久的竞争优势，何必将公司管理层的精力分散到其他地方呢？或者，何必将公司业务扩展到那些并不在意糖果品质的消费者群体之中呢？

巴菲特和哈金斯都一致认为，必须保持经营特许权的构建，加深、扩宽公司的护城河，永远保证产品的品质，只用最好的原料，不添加防腐剂，做好客户服务，即便这样的坚持在短时间内会影响盈利水平，也在所不惜。

巴菲特曾经说过，投资者从来不会停止学习。即使他是本杰明·格雷厄姆的学生，而且已经有了数十年的经验，巴菲特也一直在学习。喜诗公司是一个很好的案例，它印证了一个品牌在人们心智情感中的重要性（巴菲特称之为“心智份额”，而不是“市场份额”）。这可以为产品提价奠定基础，并创造卓越的资本回报率。

这项交易决策在日后看来甚至具有更大的价值。正如巴菲特所说：“你拥有可口可乐或这类公司的股票是一回事，但当你真正参与到开设分店、制订价格时，却是另一回事，你会从中学到很多。与喜诗公司的盈利相比，我们从喜诗赚到的钱远远超过喜诗本身，事实上，它教会了我一些东西，并且，我确信查理也从中受益匪浅。”[94]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

扩张的尝试

1972年，喜诗糖果一共拥有167家连锁店。从那时到现在，公司管理层、巴菲特和芒格一直在思考，喜诗的发展多年以来都集中于西部地区，尤其是集中在加利福尼亚州，这种经营状态是否令公司错过了巨大的潜在利润（是与投入的权益资本相比较而言）。

于是，他们动用了非常有限的资金，在其他地方尝试喜诗的模式是否可以成功。例如，在20世纪80年代后期，他们在科罗拉多州、密苏里州、德克萨斯州开了一些分店。但是，由于在品牌识别度方面准备得不够充分，这些尝试表现不佳，最终不得不关门大吉。这些州的人们不愿为一个不熟悉的品牌支付溢价。所以，在20世纪80年代，喜诗仅仅拥有200多家连锁店，这个数字与今天相仿。

然而，喜诗公司有一项扩张是非常成功的。虽然巴菲特总是自称太老了，不懂得高新科技，也不使用电脑和互联网，但是在现实中，他对于新技术有极好的把控力。正是巴菲特在1998年推动了喜诗网上销售策略，今天，网上销售已经成为喜诗糖果营收增长的重要源泉。

正如我们之前所看到的，巴菲特喜欢留住经验丰富的管理层。他设法说服哈金斯一直工作到81岁高龄，当哈金斯退休时，他已经在公司工作了54年，做了33年的CEO。

2006年，在保险部门为巴菲特工作了数十年之久的布莱德·金斯特接手管理喜诗公司。在金斯特手中，喜诗的业务没有多少改变。甚至到了2012年，公司所有的211家分店均位于芝加哥以西，其中110家分店位于加利福尼亚州。喜诗的分店都开在顾客喜爱其独特风味，并愿意支付溢价的地方，它也在机场开设销售亭。2012年以后，喜诗扩展到东部。但是，这种扩展是小心谨慎的。首先，它在购物中心商场里以季节性手推车的方式销售。另外，在一些小城镇，如果发现当地有较大的需求，那么喜诗公司会开一家新店，但每家新店的投资会控制在30万美元以内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定价权

关于定价的讨论

每年，巴菲特都会和CEO哈金斯一同商讨喜诗糖果的定价问题，他认为一定要有一个视野开阔、重视财务利益的人参与定价过程，这一点很重要。他感觉公司管理层可能会对提价反感，因为：

“公司管理者只面对一家企业。在他的公式里，如果定价太低，这并不是什么严重的问题；但是如果定价过高，他会觉得生命中唯一重要的事情被弄砸了。并且，没有人知道提价之后会发生什么。对于管理者而言，这相当于俄罗斯轮盘赌。但对广泛涉及多个领域的首席执行官而言，情况却并非如此。所以，我想说，经验丰富的人以旁观者的视角审视定价这件事，在某种程度上是很有必要的。”[95]

对于喜诗的定价权，巴菲特开玩笑说：“如果你拥有喜诗糖果，你对着魔镜说：‘魔镜，魔镜，今年秋天，我的糖果应该卖多少钱？’镜子会说：‘更多。’这是一个好生意。”[96]

定价权说明

有一个简单方法可以验证巴菲特和芒格对于喜诗糖果在提价方面的先见之明，那就是看一看喜诗1972年的销量，以及十年之后1982年的销量，同时看看营业额和利润数字。

表20-1显示，每磅糖果的销售价格上涨了176%，而同期通货膨胀率为137%。喜诗的营业额提高到4倍，主要是因为价格的上涨，还有一部分原因是分店数量增加了21%，以及单店的销售磅数提高了18%。

表20-1　喜诗的定价、营收和利润（1972年和1982年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1972 年	1982 年	增速（%）
销售磅数（万磅）	1 700	2 420	42
销售收入（万美元）	3 130	12 370	295
税后利润（万美元）	230	1 270	452
店铺数量	167	202	21
每磅销售收入（美元）	1.85	5.11	176
这 11 年间的通胀	—	—	137
单店销售磅数（磅）	101 800	119 800	18
单店销售收入（美元）	187 000	612 000	227

资料来源：Charles T.Munger and Donald A.Koeppel，Annual Report of BlueChip Stamps（1982），p.34.Inflation data：inflationdata.com.

从表20-1可以看到，单店的销售收入提高到原来的3倍，利润却提高到5倍多。部分原因是销售价格的上涨，部分原因是运营成本不可思议的降低。除了在生产、分发、销售每一个环节的优良管理之外，喜诗还受益于当地的规模经济，特别是：

• 广告方面——例如，一条报纸或电视台的广告，便可以覆盖旧金山或洛杉矶等商业密集区的大量消费者。

• 分销方面——喜诗的产品从洛杉矶和旧金山的两家工厂发出，大多送到方圆100英里之内的范围。

1982年，芒格（董事长）和科佩尔（总裁）在蓝筹印花公司年报中高度赞扬了喜诗：

“截至目前，喜诗是我们收购的最好的公司，超出了预期，我们原来的期望相当保守。我们对于未来的预测经常是不准的，即便是旗下拥有很多年的公司，我们也无法预测它们的未来。我们严重低估了喜诗的未来，能够拥有这家公司真是我们的幸运。

我们相信，喜诗糖果杰出的利润回报，主要是因为新老顾客对于喜诗口味和品质的喜爱，及其独特的分销系统所带来的极高水准的零

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

售服务体验。顾客的忠诚源于喜诗对高级天然糖果原料近乎狂热的坚持，以及昂贵的制作和分销方式，保证了严格的品质把控和令人愉悦的零售服务。这种品质的坚持得到了回报，喜诗公司每平方英尺的销售额经常是竞争对手的两到三倍，而且喜诗糖果作为礼物尤其为人们所喜爱，即便与那些更为昂贵的品牌相比也毫不逊色。”

早在20世纪90年代初期，那时喜诗拥有218家店铺，与其他公司喜欢开设更多新店相反，喜诗反而关闭了一些门店——是否关店的衡量标准是，单店是否能够提供令人满意的资本回报率。在收购20年之后，喜诗依然以非常高效的方式运营着，1991年的有形净资产仅为2500万美元。当初的800万美元资产，仅追加了1800万美元的留存利润。然而，从1971年到1991年，喜诗的利润增加了10倍，税前利润达到了4240万美元，税后利润超过2000万美元。在这20年中，喜诗给股东的分红也达到了令人惊叹的4.1亿美元之多。

从这些数字可以看出喜诗管理层的能力：在资本仅增加到3倍的情况下，利润增加到10倍。维持公司运营之余的利润可供蓝筹印花/伯克希尔公司投资到其他企业里，获得更令人满意的回报，这比投资在那些不愿为喜诗糖果支付溢价的地方开店要好得多。在2014年的致股东信中，巴菲特强调了有效配置资本的严格目标。他说：

“我们当然愿意明智地使用这些资金拓展（喜诗的）糖果业务，但是，我们的努力大多是徒劳的。所以，在没有造成税金增加或摩擦成本的情况下，我们会将喜诗创造的多余资金用于收购其他企业。”[97]

到1999年，喜诗的营业利润率达到了24%。作为一个食品生产商，这个指标高得不可思议。从1972年到1999年年底，它总计税前利润为8.57亿美元。对于公司的增长，巴菲特以其一贯幽默又睿智的风格指出：

“查克·哈金斯（CEO）的表现一年比一年好，在他46岁掌管喜诗的时候，公司的税前利润（以百万美元计）相当于他年龄的10%。今天，他74岁了，这个比率提高到了100%。我们将这一现象称为‘哈金斯法则’。芒格和我发现这一法则之后，只要一想起查克的生日，就会乐不可支。”[98]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在接下来的日子里，哈金斯继续勇往直前，取得了更大的成就。到2014年年底，喜诗公司税前利润累计达到了19亿美元。这笔当初以2500万美元成交的生意，给巴菲特和芒格带来了近10亿美元的税后利润，用于投资其他企业。反过来，这些被投资的企业又创造了巨大的可分配利润。巴菲特形容这就像“养兔子”。[99]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是什么成就了好企业

这里给大家出一个小小的测试题：哪一个是更好的企业？

• A公司去年产生了200万美元的税后利润，B公司也产生了同样的税后利润。

• A公司仅有800万美元的有形净资产，B公司的有形净资产为4000万美元，是前者的5倍之多。

上述两家公司未来的利润增长情况是一样的——从现在起的未来20年，两家公司都会产生2000万美元的税后利润（相当于今天的10倍）。在这20年里，两家公司取得的利润情况每年都一样。

接着往下读之前，请做一个选择，你觉得下列哪家公司更好？

巴菲特的逻辑

A公司是一家糖果制造商、零售商，而B公司是一家钢铁制造企业。这家钢铁企业具有良好的利润、良好的商业利基，每年可以取得与A公司一样的利润。

注意，为了提升产出和取得10倍的税后利润，A公司需要在初始的有形净资产之外，增加7200万美元的投入（9×800万美元）（这个假设仅用于说明目的）。这样，历经20年时间，该公司动用了8000万美元的资本。

B公司为了取得10倍的产出利润，需要追加9×4000万美元的有形净资产的投资，比如新增9个钢铁厂。这样，历经20年时间，该公司动用了4亿美元的资本。

在这20年间，A公司比B公司可以多派发给股东股息2.88亿美元（3.6亿美元－0.72亿美元），并在最后一年取得同样的年度利润。

所以，尽管从资产负债表的角度看，A公司的价值似乎更低，但实际上A公司更具价值，因为它可以给投资者所希望得到的东西：提供从生意中产生的现金。作为比照的B公司，这家钢铁公司必须用自己大部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分的产出去维持运营和成长。对于B公司而言，股东盈余（这些盈余可以派发给股东，而不会影响公司产能、运营，以及公司内部可以产生价值的投资项目）远远少于财报盈利（每年在年报中由会计师事务所向公众出具财报），因为B公司需要更多的现金投入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

喜诗糖果的经济商誉

在考虑一家企业的真实情况时，会计数字往往会造成更多的困惑。我们需要关注企业真实的经济状况，这比那些按照会计准则提供的统计数字更为重要。

会计准则通常要求被收购企业计算减去所有负债之后资产的公允价值。在很多情况下，这个数字低于收购价格。这给会计师提出了一个难题：收购方的资产负债表上显示支出了现金（或股份），但相应收到的净资产公允价值却低于这个数字。这样看起来，一些价值不见了。

当然，价值并非真的不见了，也许你有非常正当的理由，去支付高于资产负债表公允价值的收购价格，比如，被收购公司具有极佳的品牌、利润丰厚的专利，或者非同寻常的客户关系。因此，我们把支付的超出公允价值之外的溢价称为商誉。

会计人员需要以技术方式处理商誉——收购价格与公允价值之差，会被作为一项资产体现在资产负债表上。通常，会计准则坚持会计商誉应逐年递减，会被逐渐计提。以喜诗糖果为例，当时的会计准则允许商誉分40年摊销。这会令这40年中，公司每年的利润和资产负债表上的资产金额都相应减少。

但这种减少并不是真实的。蓝筹印花公司为收购喜诗公司支付了2500万美元，而后者的有形净资产仅为800万美元，盈利约200万美元。像许多优秀的企业一样，喜诗糖果的有形资产（按照公允价值计算）回报率比一般的市场回报率高很多——喜诗的税后有形资产回报率为25%（200万美元的盈利对应800万美元的资产）。

喜诗是如何做到的

在回答这个问题之前，先说说另外一种类型的商誉：经济商誉。资产负债表上的资产（存货、机器等）和无形资产（如客户心中良好的声誉）相结合就会产生经济商誉，因为这能够产生溢价。公司声誉可以创造消费者特许权，进而可以创造经济商誉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从财务角度而言，蓝筹印花公司支付的收购价格比有形净资产多出1700万美元，这个数字需要在接下来的40年中每年计提42.5万美元。这样，会计财报中的利润是减去这个金额之后的数字。

从企业评估者的角度而言（例如一个投资者），我们必须知道企业的经济特许权是否正在失去。以喜诗为例，它的利润持续增长，1983年税后利润达到了1300万美元。令人不可思议的是，这是以2000万美元有形净资产取得的成果。这样，我们可以说喜诗的经济商誉完全没有减少，即便会计师在摊销他们所谓的商誉（到1983年已经计提了大约1250万美元的商誉），顾客们依然喜欢购买喜诗糖果，公司商誉的价值也依然在增长。在这个案例中，你能够看到一个企业的会计数字与现实是如何背离的。

无论是从会计的角度，还是从经济价值的角度，在考虑商誉的时候，公司管理层和投资者都会有一致之处：

• 审视一个企业的利润时，忽略商誉计提和摊销的情况下（每年对于无形资产诸如专利或自然资源的损耗），要关注无杠杆（没有借贷）的有形净资产所产出的回报。这样才能判断出企业真实的运营能力，从而避免会计准则记减商誉价值造成的扭曲。

• 在考虑是否收购一家企业时，可以忽略摊销费用，它们不应该从利润中记减。这意味着商誉应以其原有的全部成本继续存在。

• 收购企业的成本，应该被视为整个企业内在价值的价格支付，无论收购是以现金形式，还是以发行股份的形式，而不仅仅是记录在账面上的价值。如果为经济商誉支付了过高的价格，即便是一个优秀的企业，也不会为收购方增加价值。

学习要点

1. 在有多个卖家竞争的市场购买原料；在你拥有定价权的市场销售产品。

巴菲特说，当你想买的时候，最好是在一个已商品化的市场中采购（有很多卖家出售同类型产品）；当你想卖的时候，最好你的顾客喜欢这个品牌，并愿意为此支付溢价，这是“一个企业成功的方程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

式……自从我们40年前收购了喜诗，我们以这种方式赚了很多钱。”[100]

2. 总是称赞你的重要经理人。

以喜诗公司为例，巴菲特总是会提到CEO哈金斯的表现，“他对于产品质量和友善服务的狂热坚持，赢得了顾客、员工和股东们的好评。”[101]

3. 琢磨客户想法。

喜诗品牌在美国西海岸深入人心，它“还有巨大的资产没有在资产负债表上显现出来：宽广的、可持续的竞争优势赋予了它强大的定价权。”[102]

4. 追求以小资本取得高回报。

以较小的投资资本取得巨大的利润成长，喜诗公司是二者非凡的结合。

5. 为特许权出价物超所值。

起初收购喜诗的时候，看到价格远远超过公司的有形净资产，巴菲特和芒格有些不太情愿。但是后来回顾，喜诗的高资产回报率反而显得2500万美元的出价是便宜了。

6. 持续进化。

巴菲特经历了喜诗的非凡成长，使他开始青睐强大的品牌，这也促使他日后做出很多赚大钱的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例21 《华盛顿邮报》（Washington Post）

投资概要		
	投资对象	《华盛顿邮报》
	时间	1974 年至今
	买入价	1 060 万美元（最初）
	数量	9.7% 的公司股本
	卖出价	置换为其他资产
	获利	数亿美元

自20世纪60年代后期起，巴菲特一直因为找不到合理价格的股票而感到苦恼，他将自己比喻成流落在荒岛上的极度缺爱者。

1970年至1973年间，巴菲特透过伯克希尔-哈撒韦买了一两家公司，但是短期并没有看到鼓舞人心的成果，当他看到投资组合的市值下跌时，写道：“到年底的时候，我们持有的股票组合出现了巨大的账面浮亏——超过1200万美元。[103] ”

这对当时的巴菲特可能是一个打击，但对我们可能是一个启示，尤其是在低估的公司股价长期得不到市场先生纠错的时候。无论如何，我们应该坚守自己的原则；价值终将显现，金子总会发光。

1974年年初，当投资组合的市值大幅低于投资成本时，巴菲特是这样向伯克希尔的股东解释的：“尽管如此，以公司内在价值衡量，我们依然相信我们普通股投资组合的成本是物有所值的。尽管年底出现了巨大的账面浮亏，但长远来看，我们依然期待从投资组合中获得令人满意的结果。[104] ”从这段表述可以明显看出，巴菲特并不以市场先生的出价作为衡量价值的标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他一定感受到了市场乏力，甚至报纸都不愿刊登伯克希尔的股价，尽管1970年伯克希尔股价为40美元，到1973年年中，股价已达到80多美元。抛开股票投资上的表现不谈，对于其他方面巴菲特是很满意的，因为他已经可以在年报里报告一些公司运营的好消息了。伯克希尔在1972年和1973年这两年中营业利润都超过1100万美元，保险和再保险业务的承保表现“非常好”，不仅提供了零成本的浮存金，而且业务本身也有着丰厚的承保利润。伊利诺伊国民银行更是年复一年地刷新历史纪录，甚至连纺织业务也产出了“与其投入资本相称的”利润。[105]

此外，仅1972年一年，以债券为主的投资组合就创造了680万美元的收益。伯克希尔的每股账面价值1964年年底为19.46美元，到1973年超过了70美元。

尽管公司取得了不错的成绩，但几乎没什么人来参加公司一年一度的股东大会。只有两个参会者出席了——康拉德·塔夫和埃德温·塔夫，他们是兄弟俩，康拉德曾经在格雷厄姆的班上与巴菲特是同学。至少他们三个人可以进行对话，就投资的话题，他们聊了几个小时，以全天候问答的形式进行，这个传统一直延续至今。那时的股东大会与今天的最主要的不同在于人数，现在每年参加伯克希尔股东大会的人数已达到了4万多人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

漂亮50

20世纪70年代初期，巴菲特发现投资的难点在于，牛市热潮已将股市推到了一个非理性的高度。在这股浪潮下，理所当然的做法是，购买一揽子50只流行的大市值股票。当你持有了“漂亮50”，你就有了一堆“好股票”，它们是具有强劲成长潜力的投资对象，可以“买入并持有”，从此高枕无忧。由于它们的稳定性和已被验证的盈利快速成长，这一揽子股票可以被称为“一锤定音”型投资。实际上，对于这样的股票，你永远不应该卖出。

但是，有些股票的市盈率（PE）已经高达50倍以上（平均为42倍），为什么要持有只有2%收益的股票呢？“成长”这个词是关键所在。这些公司的每股盈利必须维持不可思议的高速成长，才能使得高高在上的股价具有合理性。这种高成长的公司是不可能下跌的！这种思维模式渗透到了当时市场的每个角落。但对于巴菲特而言，绝大多数上市公司的股价都过于昂贵了。

“漂亮50”包括了雅芳、宝丽来和施乐，这些公司的确是优秀的公司，但这些公司的股票的确是优秀的投资标的吗？这几家公司的市盈率在1972年接近年底的时候，分别达到了61倍、95倍、46倍。到了1973年年初，市场信心似乎遭受了一点打击，道琼斯指数从1000点跌到900点，一些股票的价格跌得更多，有的跌去一半，甚至更多。

1974年，真正的打击到来了：两年之中，股市崩盘，整个市场暴跌约50%。1974年，雅芳最多跌了86%，宝丽来从最高点跌去了91%，施乐大跌了71%。图21-1是这段时期的道琼斯指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

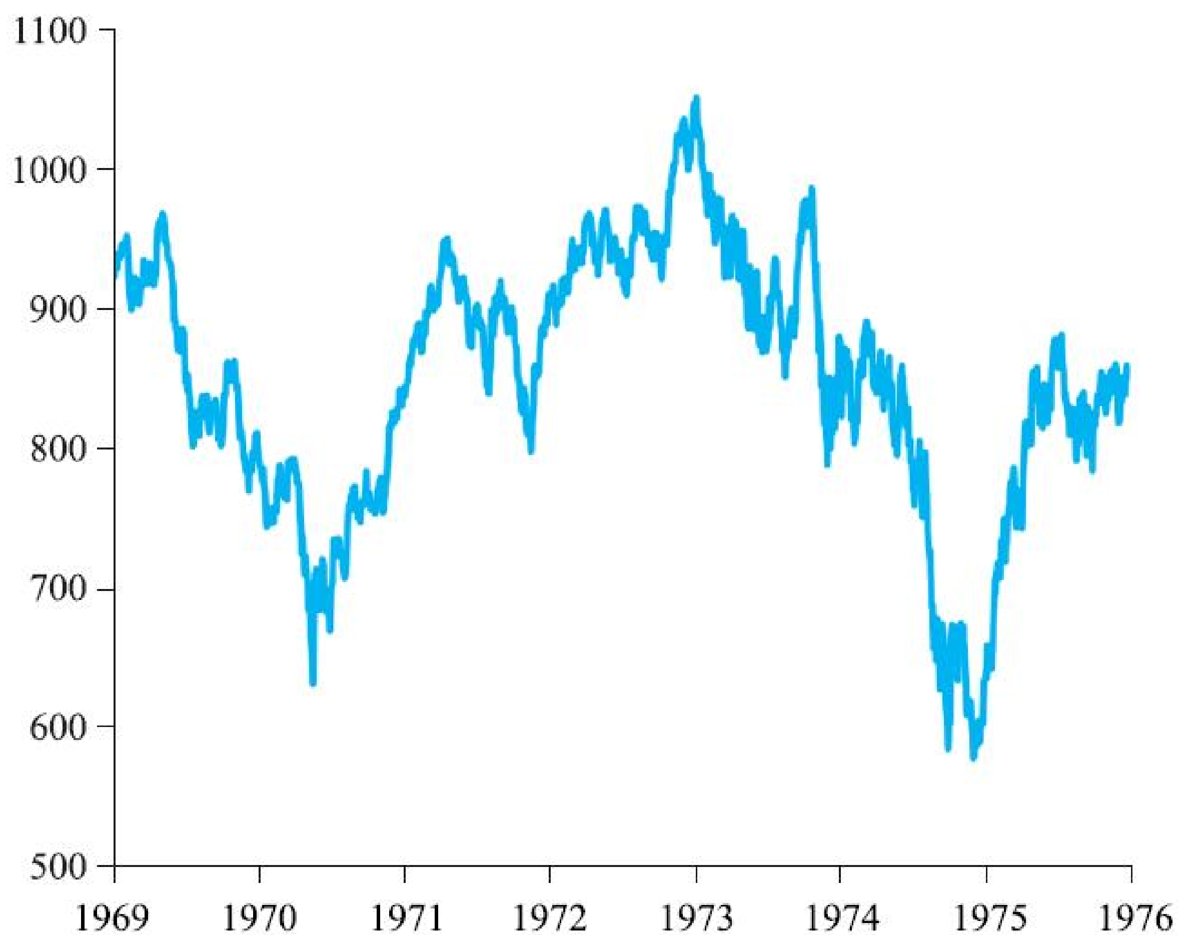


图21-1　道琼斯工业平均指数（1968～1975年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在非理性年代，巴菲特没有虚度光阴

1973年年初，巴菲特聘请华尔街投行所罗门兄弟公司发行了高级票据（一种债券），为伯克希尔募资2000万美元。其实他的公司运营并不缺资金，这次募集的部分资金用于偿还900万美元旧债，其余部分待时机合适的时候为伯克希尔的投资组合提供弹药。募集资金来源于20家机构投资者，这次借款于1993年到期。

20世纪60年代末、70年代初，尽管巴菲特并没有做出很多投资决定，但他依然忙于公司的分析研究。随着1973年、1974年股市大跌，部分优秀的公司股价出现了低点。巴菲特已经做好准备：他在熊市中就已经准备好了，他知道投资标的现在的质量。股市上低市盈率的股票比比皆是，巴菲特大举买进，大显身手的时候到了。

到了1974年中期，极度悲观的气氛笼罩着整个市场，经济衰退和12%的通货膨胀也同时发生了（也就是滞胀），多方阵营人心涣散，恐惧气氛到处蔓延。但是，此时的巴菲特却很兴奋，他觉得伟大的时刻到来了。因为在其他人恐惧抛售的时候，他可以挑选便宜的股票了。正如他经常说的：“当别人贪婪时恐惧，当别人恐惧时贪婪。”

在一次安东尼·辛普森主持的访谈节目中（主题为“漂亮的女孩就在那儿”）。巴菲特被问到：“你对于当前股市有何看法？[106]”巴菲特回答：“现在是投资大干的好时机。”

1974年的市场状况让巴菲特想起了20世纪50年代早期的情景，那时股市上到处都是便宜的股票，对于价值投资者而言，有着大把的好机会。在整个美国的投资行家中，巴菲特因其知识渊博而备受尊敬。60年代后期，当每个人都陷入狂热之中时，巴菲特公开表示股市正处于非理性时期，这种做法令他获得了更多的尊重。他的态度不仅止于言论，还采取了引人注目的行动，清算结束了合伙公司。这个先见之明的举动，使得他在随后几年显著地领先于市场。

耐心

正如《福布斯》杂志报道的那样：“巴菲特就像一个传奇，他在1928年卖出了股票去钓鱼，直到1933年重返市场……他的确在1969年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到1974年之间去‘钓鱼’了。‘我认为投资是世界上最伟大的生意，投球手将球一个又一个向你投掷过来——通用汽车47美元！美国钢铁39美元！’没有人会逼迫你接球，即便错失良机，你也不会受到惩罚。一整天下来，你只需要等待自己喜欢的球即可，当接球手打盹大意的时候，你站起来击球就好了。[107]”

巴菲特试图帮助其他投资者建立好的投资心态，他建议他们保持冷静与耐心，等待过热的市场冷却下来，要想买进优质的公司需要这样的心态。总有一天，市场价格会反映出高品质，所以，你需要耐心等待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

举债投资《华盛顿邮报》

回溯到20世纪40年代，那时13岁的巴菲特每天早晨都要投递《华盛顿邮报》。这项工作赚的钱，成为少年巴菲特9800美元身家中的大部分。谁能想到，这样一小笔初始资金最终竟然引领巴菲特成为除了格雷厄姆家族之外，《华盛顿邮报》公司最大的外部持有者。

1973年的春天和夏天，巴菲特用伯克希尔发行的20年长期债券募集的资金购买了《华盛顿邮报》公司的股票，共投入1060万美元，购买了该公司9.7%的股份。该公司除了拥有《华盛顿邮报》之外，还拥有《新闻周刊》、四家电视台、两家广播电台，以及印刷厂和造纸厂。所有这些加起来，巴菲特认为该公司价值4亿到5亿美元，而当时市场先生给它的标价是1亿美元。

交易之前

凯瑟琳·格雷厄姆在46岁时，完全是在意想不到的情况下被推上《华盛顿邮报》公司领导人位置的，她本人并不喜欢这样的状况。凯瑟琳害羞、胆小、自信心也不足，之前她的主要角色只是母亲和家庭主妇，对于管理或编辑，她一无所知，她将承担这样的责任看作为下一代管理家族财产以利传承。

凯瑟琳的父亲1933年从一个破产商人手中买下了《华盛顿邮报》，作为家族持有的私人公司。之后，凯瑟琳的丈夫菲利普·凯接手了公司。1963年，凯自杀身亡，凯瑟琳在毫无选择的情况下成为公司总裁。当时，在当地的报业市场份额上，《华盛顿邮报》仅仅位居第三。

《华盛顿邮报》公司直到1971年才在纽约证券交易所（NYSE）挂牌上市。上市之后，格雷厄姆家族依然通过持有A股掌控投票权，并通过发行B股完成集资，B股的投票权小于A股（在决定董事会席位上，B股股东最多决定不超过30%的席位）。

杰出的新闻报道和无畏的新闻精神令《华盛顿邮报》声名鹊起。例如，尼克松政府曾在越南战争问题上蒙蔽美国民众，《华盛顿邮报》在强大的政府压力和法律诉讼的威胁之下，勇敢曝光了记录政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

越战决策的绝密文件，即“五角大楼”文件，引发了强烈的政治愤怒和法律诉讼。

之后的一年，《华盛顿邮报》迎来了新闻的胜利，邮报记者无视来自白宫总统班底的暴力威胁，将“水门事件”公之于众。《华盛顿邮报》因此受到了高度评价，荣获了普利策新闻奖（《华盛顿邮报》一共获得过47次普利策奖），一跃成为全美乃至国际知名的报纸。

尽管《华盛顿邮报》以其正直和优秀赢得了世界范围内的声望，但是在1973年，它的商业前景却令人担忧。华尔街感受到了来自白宫的强烈敌意，有消息称，邮报会失去在佛罗里达的两家电视台牌照，而这两家电视台几乎贡献了公司1/3的盈利。所有这些都导致邮报股价下滑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特对于邮报价值的判断

1985年，巴菲特说："大多数证券分析师、投行经纪人，以及投行高层都认为《华盛顿邮报》的内在价值在4亿到5亿美元，这与我们的看法一致。但在股市上，该公司的市值只有1亿美元，这个价格就摆在那里，股市上每个人天天都能看得到。" [108]

在这一点上，我想小小地挑战一下巴菲特，因为巴菲特的上述观点来自于购买《华盛顿邮报》12年之后——我想这里是否存在一点后视镜偏差。这笔投资最终的结果很好，所以，当巴菲特回顾1973年的时候，或许很明显地看出当时《华盛顿邮报》的价值远高于他支付的价格，但这在当年或许并不这么显而易见。

表21-1显示了《华盛顿邮报》公司1972年的财报信息，想象一下你会如何估值。

表21-1　《华盛顿邮报》资产负债表（1972年12月）

（单位：万美元）

现金	1020
流动金融资产	1960
应收账款	2520
库存	380
预付款	290
流动资产总值	6180
负债总值	-8190
净流动资产值	-2010

资料来源：Washington Post Company Annual Report（1972）.

根据上述财报信息，该公司净流动资产值为负数，所以，这项投资显然并没有遵循本杰明•格雷厄姆的净流动资产价值法（NCAV）。那么，该公司的营收和利润情况如何呢？请见表21-2：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表21-2 《华盛顿邮报》公司的营收和净利润（1965～1972年）

年度	营收（万美元）	税后净利润（万美元）
1965	10 800	770
1966	12 300	860
1967	13 100	710
1968	14 700	770
1969	16 900	850
1970	17 800	510
1971	19 300	720
1972	21 800	970

资料来源：Washington Post Company Annual Report 1972.

从上述信息，你能得出巴菲特在1985年所说的该公司价值4亿到5亿美元吗？反正我没有看出来。

尽管利润数字有所增长，但也不多，而且利润少于1000万美元，市盈率高达40到50倍。如此之高的市盈率足以让绝大多数价值投资者退避三舍。

让我们再看看1972年更多的细节，见表21-3：

表21-3 《华盛顿邮报》公司税前运营收入（1971～1972年）

类别	1972年（万美元）	1971年（万美元）	成长率（%）
报纸	1 020	870	17
杂志与书刊	570	270	107
广播	590	380	58

看着这些成长率，我感觉更进了一步，当时，该公司一定正在发生非同寻常的事情，公司收入怎么增长了这么多？是收购了其他公司吗？（事实上，《华盛顿邮报》并未收购其他公司。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果不是因为收购导致的增长，那么这些有机的内生性增长是如何做到的？这些企业基本面的因素是否可以持续数十年？如果这些问题的答案是肯定的，或许我可以接受远高于10倍PE的价格。

在回顾那些年发生的事件和品质因素之前，先看另一组重要的数据，如表21-4所示：

表21-4 《华盛顿邮报》不同类别业务收入（1971～1972年）

类别	1972 年（万美元）	1971 年（万美元）
广告	16 600	14 800
发行（读者或观众）	4 700	4 200
其他	400	300

超过3/4的营收来自广告。设想一下，你是一个想投放广告的家具店，或一个威士忌酒品牌经理人，你面对两份报纸，一个在城市里占有60%的市场份额，另一个仅占有微不足道的市场份额，你想在哪份报纸上登广告？

当然，你会愿意支付更多的广告费，在居于主导地位的报纸上做广告。这样，多年之后，那家居于主导地位的报纸无须增加太多的编辑或管理费用，就可以大幅增加收入。同样的逻辑对于电视台和新闻周刊的行业龙头也一样适用。

但是这样的经济特许权到底有多强大？让我们逐一分析。

《华盛顿邮报》

1972年7月，华盛顿的报业市场发生了巨大变化，当地的另一份报纸——《华盛顿日报》停刊。这意味着在一个如此重要的城市里，只剩下了两家日报：《华盛顿邮报》和《华盛顿星报》。根据《华盛顿邮报》1972年年度报告中的描述，首都华盛顿是“全美发展最快、最富有、受教育程度最高、最渴望新闻”的城市。

在这仅有的两家报纸中，《华盛顿邮报》的市场份额最大，占有63%的份额，每五个成年人中就有三个人每天阅读这份报纸。到了周日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

版，有2/3的成年人阅读《华盛顿邮报》，邮报的发行量在过去的15年中提高了1/3，同期，邮报周日版更是大增了2/3。

所以，这是一家在全美最具影响力的报纸，而且人们对于高质量新闻的需求也在日益增长。正如《华盛顿邮报》年报中所表述的："未来来自广告和发行的收入会继续上升。"考虑到该公司拥有的护城河和成长前景，我愿意在前一年度盈利的基础上支付一个更高的市盈率，当时市场先生的出价是10倍。

问一个问题：1973年，你是不是宁可与大灰熊摔跤，也不愿意与《华盛顿邮报》在其主场竞争？如果答案是"Yes"，你应该是认清了这家报纸的强大经济特许权。你还能到哪里去做广告呢？

《新闻周刊》

在周刊这个领域里，居于领导地位的，除了《时代》杂志之外，就是《新闻周刊》了。就广告页面而言，《新闻周刊》遥遥领先，1972年，它的广告收入创下了一个新的纪录，达到了7250万美元的高峰。在美国市场上，《新闻周刊》每周通常的发行量可以达到2725000份。同时，在国际市场上，它的发行量达到了375000份，行销超过150个国家和地区。此外，它的品牌延伸至新闻周刊书刊（Newsweek Book），到了1973年，这已经是"一个成规模盈利的生意"。[109] 来自《新闻周刊》部门的盈利在一年中的增幅超过一倍。

让我们再问一个问题：《新闻周刊》影响了不仅一代人，就读者辨识度和热爱程度而言，你是否愿意创立一份杂志成为它的对手？

广播电视事业

回到20世纪70年代，电视台实际上就像印钞机，因为它们被赋予地方寡头垄断权。到1972年年底，《华盛顿邮报》公司拥有4家电视台，正在着手收购第5家。它还拥有2家广播电台。在1972年的年度报告中，公司没有强调特许权的重要性（或许是不想引起政府相关部门的注意，影响高广告费率创造资本回报的潜力）："我们的3家电视台和2家广播电台在它们各自的市场上，都取得了稳健的具有竞争优势的地位。在我们即将迈入1973年第一季度之际，我对于运营成绩极其乐观……我们已经到达了一个起飞点，我们将在新闻和节目制作，以及财务成果上取得新的成功。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

即便你想跟这些广播电台、电视台竞争，也是不可能的，因为你无法获得牌照。

完成投资理念的转换

《华盛顿邮报》的案例展示出巴菲特在1973年已经非常重视经济特许权和管理层品质，并预期未来会带来巨大的利润增长。在这方面，资产负债表提供的信息几乎在投资决策上不起作用，除非涉及财务杠杆和流动风险方面的问题。

所以，尽管在购买喜诗糖果时巴菲特还多少受到资产负债表的影响，但在《华盛顿邮报》的投资中，他发现经济特许权的前景是如此诱人，财务报表在这里起到的作用只是告诉他没有风险。巴菲特将95%的关注放在品质上：例如读者对于《新闻周刊》和《华盛顿邮报》的高度评价，以及大众对于当地电视台和电台的情感依托。在另一方面，公司近年的分红翻了一番，公司董事们也提到稳健的成长前景。

巴菲特是愚蠢的乐观主义者吗

归根结底，巴菲特将《华盛顿邮报》公司估值为4亿到5亿美元，这本身并不重要。

当他以1亿美元市值开始买入的时候，无论最终证明其真正的价值是2亿美元，还是5亿美元，他已经获得了非常大的安全边际。我想我们都会认同《华盛顿邮报》至少值2亿美元（假设白宫不会关闭《华盛顿邮报》），所以，以1亿美元的估值买入，至少便宜了一半或更多。

基于邮报拥有的经济特许权和优秀管理层，以1060万美元获得其10%的股份，从而享有未来的盈利和分红，这绝对是一项极为安全的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易

1973年春末，巴菲特不断买入，已累计拥有超过5%《华盛顿邮报》股份，此时他给凯瑟琳·格雷厄姆写了一封信，告诉她打算买入更多。凯瑟琳收到信后并不高兴，她担心一个野蛮的入侵者会将公司从格雷厄姆家族手中夺走，或者，出于政治目的对邮报施加影响。

尽管巴菲特在信中表露出的热情，以及对于邮报新闻品质的赞美和他自从孩童时代就对邮报怀有敬意，这让凯瑟琳稍稍放下焦虑，但依然怀有戒心。凯瑟琳的朋友和顾问们告诉她，从理论上讲，无论伯克希尔买入多少股份，都不可能控制公司，因为市面上流通的B股拥有的投票权非常有限。即便一个人买入了绝大多数B股，他最多只能在董事会获得一个席位，凯瑟琳仍然控制着所有A股。

巴菲特赢得凯瑟琳的欣赏

凯瑟琳同意与巴菲特会晤。巴菲特以他的渊博知识、彬彬有礼和幽默感赢得了凯瑟琳的好感。当年秋天，他们第二次会晤时，巴菲特坦率地告诉她，他并不想接手《华盛顿邮报》的经营。他令她着迷，他们就此成为终生的朋友。

伯克希尔-哈撒韦斥资1060万美元买入467150股《华盛顿邮报》的B股。不久之后，邮报公司分股，伯克希尔持有的股份变成了934300股。1979年，邮报再次分股，伯克希尔的持股变成了1868000股，后来由于公司回购股份，持股稍微减少了一些。1973年《华盛顿邮报》公司的总流通股数约为480万股（包括A股和B股）。

为了消除凯瑟琳的担心，巴菲特写信告诉她，在没有得到她许可的前提下，他不会再买入更多的股份。请注意，在没有投票权的情况下，巴菲特仍然愿意买入一家公司，如果他信任这家公司的关键人物，他其实并不在意是否控制公司。后来，巴菲特将伯克希尔拥有的《华盛顿邮报》的投票权授权给了凯瑟琳的儿子唐，他觉得唐非常聪明，并且值得信赖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收购之后

很快，这家巴菲特认为价值4亿到5亿美元的公司见识到了市场先生的坏脾气。这家低负债的具有经济特许权的公司，市值从1亿美元跌到了8000万美元，仅仅是其估计内在价值的1/5。接着发生了严重的罢工事件，水门事件也是余波未了，公司有可能会失去电视台牌照。在罢工期间，凯瑟琳和巴菲特并肩战斗，他们亲自动手打包报纸、粘贴标签，经常忙到凌晨3点，两个人才带着满身脏乱和疲惫回家。

最终，所有的事情得以圆满解决，罢工和解了，尼克松政府垮台了。但是，《华盛顿邮报》大跌的股价，直到伯克希尔收购3年之后，才回到巴菲特买进时的价位。

在这期间，凯瑟琳越来越看重这位来自奥马哈的新朋友，她很快意识到巴菲特能够提供很多有关商业和投资的见解。巴菲特不仅乐意与她分享经验和智慧，而且经常夸赞她的聪明，提升她的自信心，他是发自内心地这么认为。他们的关系极为亲密，甚至连凯瑟琳的演讲稿，例如给华尔街专家们的演讲，都由巴菲特代笔。巴菲特还教授凯瑟琳有关会计的知识。

在《华盛顿邮报》案例中，我们再一次看到，巴菲特从他所投资的企业中清楚地识别出关键人物，然后将其培养成为朋友和领导者。对于凯瑟琳的运营决策，他从不质疑，而是在需要的时候及时提出建议，支持其工作；在她干得不错时大力赞扬，在她面对艰难决策时耐心倾听。

在这个案例中，巴菲特作为股东并没有什么真正的权力，但是他的确发挥了巨大的影响，因为凯瑟琳将他视为知己和精明的企业家。随着他的影响力增大，1974年秋天他受邀加入公司董事会，他的地位变得更加重要，他乐于接受这个职位。从当年投递报纸的报童，到现在成为领导角色，这个过程想想都令人感到甜蜜。他着迷于新闻业，甚至可以说，如果当初巴菲特不干投资这一行，他最有可能成为一个记者。

作为凯瑟琳最好的朋友之一，巴菲特每个月在参加董事会之前，会在凯瑟琳家里住一晚，他成了她四个孩子的一个熟悉的存在，孩子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们将巴菲特看作自己的叔叔。

1986年，巴菲特从邮报董事的位置上退下来，因为他即将成为大都会公司的董事，大都会也是伯克希尔投资的一家非常成功的媒体公司。媒体主管机构不允许一个人同时担任两家公司的董事，这两家公司，一家拥有电视网络，另一家拥有有线电视系统，它们属于同一个领域。巴菲特认为自己即便不担任邮报董事，依然可以保持影响力。1996年，在大都会公司被卖给迪士尼之后，巴菲特重返《华盛顿邮报》董事会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们擅长有米之炊

1987年，伯克希尔几乎卖出了手里所有的股票，只剩下三家公司的股票，《华盛顿邮报》就是其中之一。在1987年致股东的信中，巴菲特解释了他持有这三只股票的逻辑，以及即便在它们的价格被市场推到极其昂贵的情况下，他也不会卖出的原因：“我们将它们视为自己成功控股的企业一样，是伯克希尔永久的一部分，而不是当市场先生给出足够高的价格时就卖掉的股票。”巴菲特说，这样做符合查理·芒格和他自己的个性，这是他们想要的生活方式。他希望与自己非常喜欢和欣赏的人一起工作，即便这意味着可能会错失一些财务上的回报。

这三家公司分别是：大都会/ABC公司，投资金额5亿美元多一点（1987年价值10亿美元）；盖可保险公司，投资金额4570万美元，1987年价值7.57亿美元；《华盛顿邮报》，1987年价值3.23亿美元。

无论是买下一家完全控股的公司，还是在股市上买入一家上市公司的少数股权，其背后的逻辑是一脉相承的：“在每一项投资中，我们都试图购买具有长期光明前景的公司。我们的目标是以合理的价格得到杰出的公司，而不是以便宜的价格得到平庸的公司。芒格和我都发现，如果让我们用丝绸制做钱包，我们可以干得非常好；如果用母猪的耳朵，我们只能干瞪眼。[110]”[1]

[1] 这句话来源于英文中的一句谚语：“你无法用母猪耳朵做出一个丝绸钱包。”相当于中文语境中的“巧妇难为无米之炊”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《华盛顿邮报》对伯克希尔的贡献

这项1060万美元的投资，到2005年市值成长为13亿美元，还不包括历年的分红。但是请注意巴菲特对市场先生的耐心：他在1973年投资《华盛顿邮报》，当时他的估值是4亿到5亿美元，但是直到1981年才达到了这个数字。图21-2显示了从1973年到2008年期间，《华盛顿邮报》给伯克希尔带来的回报。

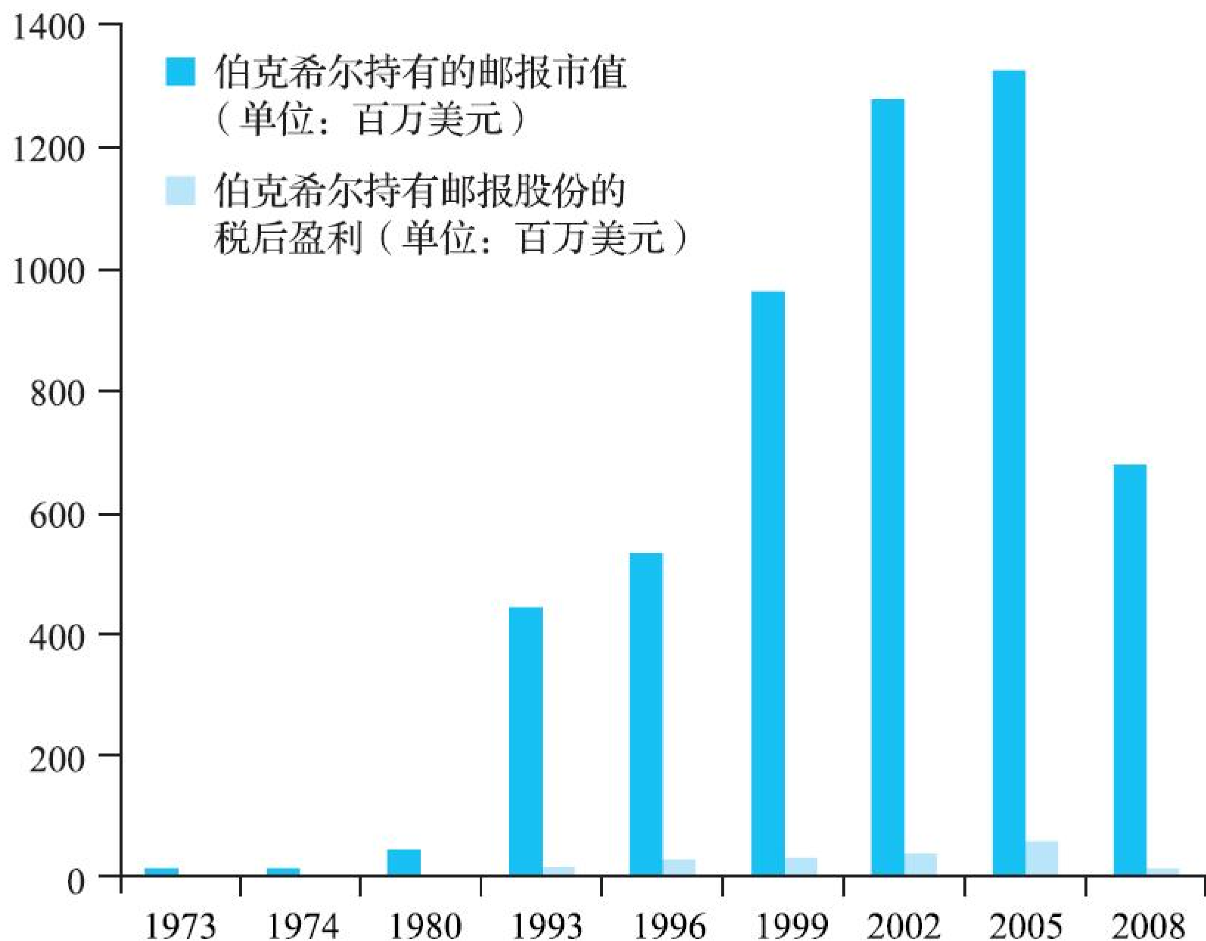


图21-2　《华盛顿邮报》带给伯克希尔的回报

资料来源：Berkshire Hathaway Chairman’s Letters; Washington Post Company Annual Reports

众所周知，过去10年，对于新闻报纸行业而言是艰难的时期，在这期间，《华盛顿邮报》股价下跌。但即便考虑到下跌，这笔投资相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比巴菲特的初始成本而言，还是赚了很多倍。例如，在进入21世纪之前，每年来自《华盛顿邮报》的年度分红已经与伯克希尔当初的投资成本相当。并且，直到今天，伯克希尔依然享有来自电视台的收入。图21-3显示了《华盛顿邮报》公司（现在改名为格雷厄姆控股公司）从1990年到2016年的股价。伯克希尔买进时的股价大约为5美元/股（考虑到分股因素）。

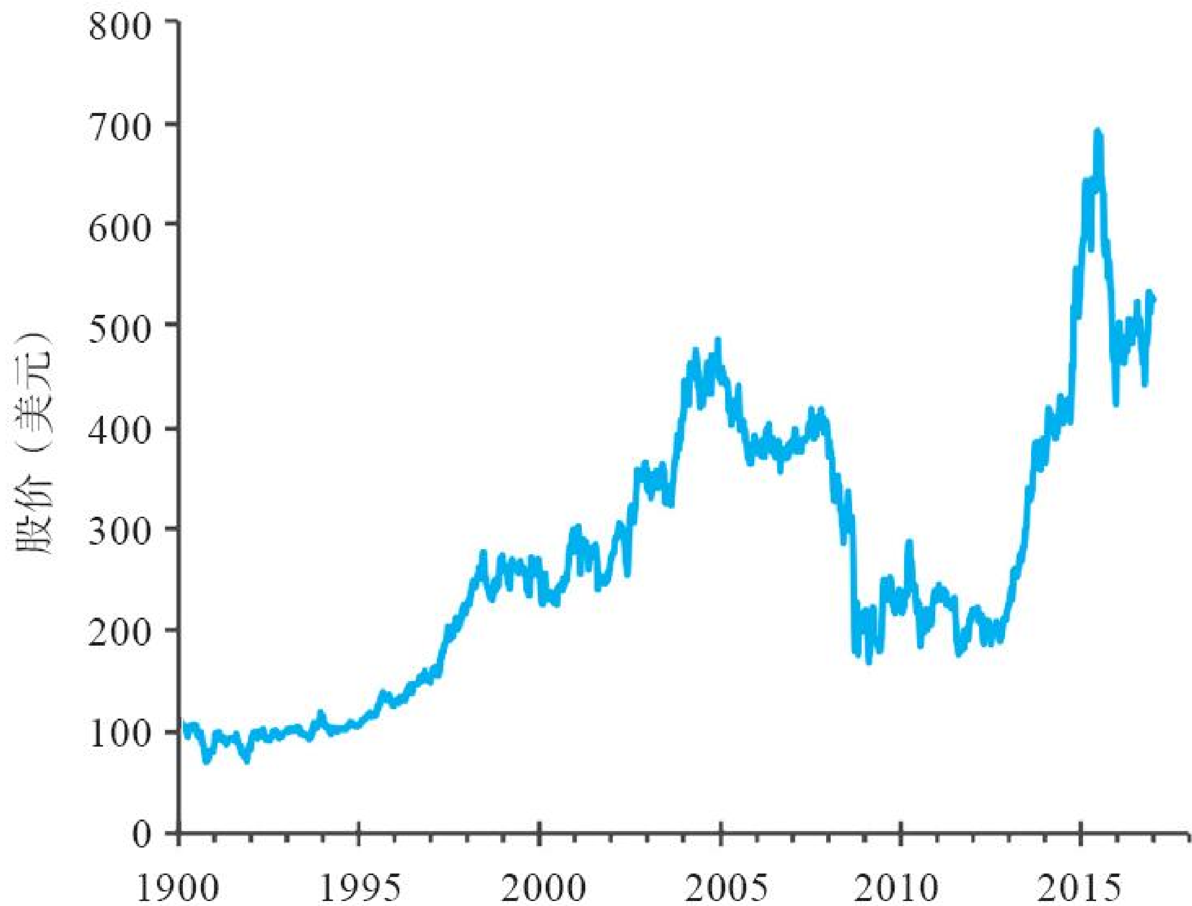


图21-3　格雷厄姆控股公司股价（1990～2016年）

资料来源：Yahoo Finance.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特在《华盛顿邮报》公司贡献的管理才能

作为《华盛顿邮报》公司的董事，巴菲特分享了他在商业实践中的真知灼见。以下我们总结了一些他对于塑造公司的贡献。

回购股份

他所做的事情中，其中一件是回购股份。巴菲特说服董事会，当股价足够低迷的时候，公司从市场上回购股票是非常合算的。这样，可以提升每股盈利，提升余下股份的每股价值：以更少的股份获得未来年度股东贴现的盈利，因而提升了当前价值。

以保守计算，当公司股价低于其内在价值的时候，可以采取回购股份的方法。公司用于回购的资金或是来源于拥有的现金，或是通过合理的负债，总之，不要动用公司内部可以创造价值的项目的投资资金。

年复一年，《华盛顿邮报》几乎回购了一半的股份。结果，伯克希尔的持股在没有买入更多股票的情况下，从1973年的10%提高到1999年的18%。

接管和创业

巴菲特同时也尽力阻止公司董事会在争夺媒体资源的竞标中出价过高。在新闻报纸、电视台或有线电视过热的情况下，没有必要与同行盲目竞争，这时，持有现金是更佳的选择。

由巴菲特传递给凯瑟琳·格雷厄姆的极其简约的作风，令很多希望将事业版图做大的资深高管和董事感到泄气。巴菲特眼中的《华盛顿邮报》，是建立在坚实、可持续的基础上，具有经济特许权，可以为股东提供低风险回报的公司，而不是尝试新想法、新计划的投机工具。

即便媒体和科技界人士认为某些事物可能有非常好的前景，例如24小时新闻频道等，对于这些，巴菲特的态度是，只要在他的能力圈之外，都保持谨慎。如果他认为这些事情超出了管理层的能力圈，甚至会更加谨慎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

毫无疑问，这样的做法会错失一些机会。尽管如此，拥有不同业务部门的《华盛顿邮报》公司整体资本回报非常高，这意味着每股回报也很高。坐拥不错的回报，就无须担心因为选错了赛马，而在未来的投机游戏中失去一切。

鉴于企业的定价权和高资本回报率，巴菲特认为，公司应该坚守自己具有明显竞争优势的领域。一家公司所产生的资本盈余，只应该投资于每一美元投入都可以产生合理回报的项目上；如果不能满足这个条件，余下的资金应该返还给股东，让他们用于别处。周转率、市值或利润都不能用来衡量成长，唯一的衡量标准就是看资本回报率的高低。

这种思维模式意味着，在未来的几十年，《华盛顿邮报》在形式和架构上，相较于巴菲特当初开始购买时，不会有太大改变。该公司也曾尝试一些新主意，例如出版汽车杂志，但这些对于整个集团而言，仅是毛毛雨而已。《华盛顿邮报》《新闻周刊》以及电视台依然是公司利润的主要来源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

注定发生的事

巴菲特将投资《华盛顿邮报》称为“注定发生的事”。这种类型的企业是最好的值得拥有的企业（当然前提是以合适的价格买入），因为它们在自己所在的行业或领域处于主导地位。更为重要的是，按照合理的预期，它们杰出的竞争优势会在今后数十年保持下去。

在你心中，测试一家公司是否属于“注定发生的事”，方法之一就是想象自己要去一个远离人烟的荒岛住上十年，当你十年后回来的时候，那家公司是否还能在它的行业里居于主导地位？十年之后，家乐氏或许依然能够主导麦片市场，同样，可口可乐在饮料行业、吉列在剃须刀行业、吉百利在巧克力行业，也将依然居于主导地位。这些公司的力量来源于它们在人们心智中的位置，而且这种影响可以代际传承。

但是，苹果公司能主导智能手机吗？宝马汽车在汽车行业、沃尔玛在零售行业会一直保持支配地位吗？争论在于，这些公司很有可能保持强势地位，但是，并没有强大到成为“注定发生的事”，因为对于客户而言，存在着很多潜在的可替代品。智能手机市场很脆弱、竞争激烈，豪华汽车市场玩家众多，宝马很难每年都居于这个游戏的顶层，而沃尔玛正面临来自电商亚马逊的进攻，更别说其他传统零售商了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

唐纳德·格雷厄姆：第二位关键人

凯瑟琳的儿子唐纳德毕业于哈佛，是位越战老兵，曾经做过警察，他开始并没有参与家族公司，直到1971年他26岁的时候，才从初级记者干起，进入家族企业。他一步一个脚印，一直做到了公司执行副总裁，后来接任了报纸的出版人。一直以来，他的母亲仍担任公司董事会主席和CEO。直到1991年，唐纳德担任控股公司CEO，1993年出任董事会主席。唐纳德为人谦逊，管理风格温和，而且具备商人的头脑和惊人的记忆力。

他非常欣赏自己的朋友巴菲特，并且深受巴菲特思想的影响。每当他需要做重要商业决策时，巴菲特总是在他身边提供意见。他的领导风格对于我们而言也非常熟悉：

• 注重股东的长期回报，而不是短期表现。

• 持续全力以赴地控制成本和削减不必要的东西（例如，没有公司专车和使用便宜的工业地毯等）。

• 找到你信任的经理人并充分授权。

• 通过长期的培养、提拔，建立资深管理团队。

• 当购买一家企业时，需要考虑购买的是其品质，但永远不要支付过高的价格，做好长期持有的打算。

• 当公司有剩余现金以及股价低迷之时，让公司回购股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经营特许权的丧失

即便是具有“注定”优势的公司也有可能最终失去其主导地位。在这方面，《华盛顿邮报》就是一个例子。互联网以及24小时新闻频道等媒体提供了可替代的广告载体，对传统媒体行业造成了巨大冲击。

好日子持续了数十年。在伯克希尔购买《华盛顿邮报》14年之后的1988年，邮报的（税后）净利润达到了惊人的2.69亿美元。请记住，14年前，该公司的总市值也不过8000万美元。到了1998年，《华盛顿邮报》公司的净利润达到了4.17亿美元的巅峰。

但是，就像全世界数以千计的报纸一样，即便是如此优秀的经济特许权也被具有破坏性的新技术摧毁了。《华盛顿邮报》公司旗下的报纸和杂志开始陷入无利可图的境地，刚开始是缓慢的利润下滑，但是进入21世纪后报纸的收入开始下降，并出现亏损，尽管采取了成本控制的各种努力也无济于事。

2010年，《新闻周刊》以1美元出售给西德尼·哈曼，条件是承担养老金和负债。2013年，亚马逊创始人杰夫·贝索斯买下了《华盛顿邮报》公司的报纸业务。格雷厄姆家族认为，尽管报纸在自家手里仍可以生存，但在贝索斯手里，辅以他的科技和市场能力，报纸可以变得更好。贝索斯的出价是2.5亿美元，并且他发誓会维护其新闻独立的传统。

剩下了什么

在出售了《新闻周刊》和报纸之后，公司依然拥有很多有价值的其他业务。长期以来，报纸和周刊已经不再是公司股东价值的主要贡献者。在唐纳德·格雷厄姆的继续领导下，《华盛顿邮报》公司依然拥有有线电视系统、电视台、线上业务、印刷厂和地方电视新闻台。然而，最重要的业务是教育和培训公司——Kaplan高等教育学院。这家公司是1984年以4000万美元收购来的，到2007年Kaplan带来的收入已经占到了整个集团的50%，目前在股市上的市值为30亿美元。在出售了报纸业务之后，大家一致认为公司应该更改名称，于是公司更名为现在的格雷厄姆控股公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特采取的行动

2014年3月，伯克希尔公司与格雷厄姆公司达成一项交易，伯克希尔最终拥有WPLG——一家位于迈阿密的电视台。（巴菲特已经在2011年离开了《华盛顿邮报》公司董事会。）在这项交易中，伯克希尔同时还收回格雷厄姆控股公司多年前购买的伯克希尔股票以及现金。

这项交易涉及伯克希尔持有的格雷厄姆控股公司大约160万股B股，当时相当于格雷厄姆公司28%的总股本。这样，格雷厄姆公司实际上实施了一次股份回购，但支付方式并不是全部以现金方式，而是支付现金外加一个有价值的子公司。伯克希尔也相当于实施了一次股份回购，从格雷厄姆控股公司手中收回了自己的股份。交易完成之后，伯克希尔仍然持有大约12.7万股格雷厄姆公司股票。

整个交易，伯克希尔卖回给格雷厄姆控股公司的股票价值11亿美元。相对于40年前1060万美元的投资成本，伯克希尔已经赚了很多倍。现在，格雷厄姆控股公司在全美电视市场上位居第16名，连接着166万个收看电视的家庭。WPLG成为迪士尼旗下美国广播公司（ABC）的子公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特对于他最为伟大的投资案例的思考，以及对学院派及其追随者的嘲讽

在巴菲特1985年写给伯克希尔股东的信中提到，他观察到市场先生是如何的愚蠢、强大媒体行业的经济特许权，以及他持有挚爱的公司的意愿，即使这些公司在未来的回报无法超越过去，他也会继续持有。

他再次重复了他的观察，1973年年中，《华盛顿邮报》公司价值4亿到5亿美元，但市值仅有1亿美元。“我们的优势……是态度：我们从格雷厄姆那里学到，成功投资的关键在于，当好公司的市场价格大大低于其价值的时候出手。[111]”

其他分析师并不注重公司分析，他们“受到那些名气响亮的商学院的影响，这些学院派宣扬的是一种新兴的时尚理论：股票市场是完全有效的，因此，对于企业价值的计算在投资活动中没有什么作用，甚至都不需要考虑[112][113]”。

巴菲特盛赞了凯瑟琳·格雷厄姆在构建公司和回购股份方面所展示的智力与勇气，她在1974年股市低迷时大举回购了公司股份，回购价格比伯克希尔的买价还低25%。

经过很长时间，其他投资者才渐渐意识到《华盛顿邮报》非同一般的经济前景，于是股价也随之上涨：“我们经历了三重上涨：公司商业价值的飙升；由于回购带来的每股商业价值的明显快速提升；由于折扣缩小，股价的涨幅超出每股商业价值的涨幅。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资组合的周转率

正如我们所看到的，巴菲特持有《华盛顿邮报》股票很多年。在1986年致股东的信中，巴菲特提到持有股票数年乃至数十年的优势所在。他说这种方式的好处在于：

• 可以支持你顶住华尔街一时流行的风尚，它们会逼迫你低价卖出股票。

• 当面对暂时的运营难题时，有利于坚持初心，防止非理性的恐惧，保持长期的专注。

• 对于市场流行的概念具有免疫力，例如1986年流行的电脑和软件，或今天流行的网络或社交媒体等。

• 一个稳定和信赖的环境，有利于经理人执行价值创造的长期商业规划，让他们知道一个关心、支持他们的大股东不会轻易斩仓走人。千万不要低估这种做法的心理影响，这可以培养忠诚、长期的专注、经验的互动和坦诚相待。

在这封信中，巴菲特写道：

“应该特别指出的是，我们希望永久持有三只主要股票：大都会/ABC公司、盖可公司、《华盛顿邮报》公司。即便这三只股票目前的价格有些高估，我们也不打算卖掉，这就像即使有人提出再高的价格，我们也不会卖掉喜诗糖果或《水牛城晚报》一样。

“……我们还是继续坚持‘至死不渝’的策略，这是唯一能让芒格和我都感到自在的方式。这种方式长期下来产生了非常好的效果，也让我们的管理层与被投资公司能专注于本业而免于分心。” 114

学习要点

1. 在评估企业内在价值时，一定不要被短期遭遇的问题蒙蔽双眼。

2. 如果你买入之后股价大跌，不必感到沮丧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为公司内在价值可能并没有改变，甚至还是上升的。

3. 如果公司能够继续保持较高的资本回报率，就继续持有。

不要因为急于兑现账面利润就匆忙卖出。

4. 如果股价足够低，回购股份对于股东而言是件好事。

回购会提高每股盈利，提升剩余股份的价值。

5. 不要为过热的公司支付高价。

如果其他人陷入兴奋狂热之中，你不必跟随。

6. “注定”的公司是最好的投资对象（以合适的价格买进时）。

因为它们在所属行业或领域中占据主导优势，并且由于其杰出的竞争优势，会保持其主导地位的延续。

7. 高质量的经济特许权也有可能丧失。

例如报纸。所以，做好准备重新配置资本，投入到具有强大特许权的新领域里，例如电视台或教育领域。《华盛顿邮报》就是一个例子。

8. 不要频繁更换你的投资组合。

高换手率会让你的经纪人和税务局高兴，却有损你的财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例22　韦斯科金融公司（Wesco Financial）

投资概要	投资对象	韦斯科金融公司
	时间	1974 年至今
	买入价	大约每股 17 美元
	数量	最初 64% 的公司总股本，3 000 万美元
	卖出价	仍然持有
	获利	超过 20 亿美元

关于韦斯科金融公司的故事，最有趣的并不是公司后来的成功，而是在巴菲特和芒格买下这家公司之后的30多年，运用公司原有资源所实施的一系列明智之举。他们没有将公司里的闲置资金用于原有的储蓄和放贷业务，而是沿着伯克希尔探索出来的道路，将资金用于收购和构建其他重要的生意，例如投入保险业务，构建股票、债券和优先股投资组合，涉及的对象从雷诺兹烟草到富国银行，等等。

实际上，很多巴菲特的粉丝将韦斯科金融公司视为迷你版的伯克希尔，因为该公司旗下也拥有一系列全资子公司，特别是保险公司，以及可流通证券，其中很多证券也出现在伯克希尔的投资组合中。对于那些想搭上巴菲特和芒格快车的小投资者而言，韦斯科公司最吸引人的地方在于，相对于高高在上、动辄以十万美元计的伯克希尔股价，韦斯科的股价要便宜很多。

作为韦斯科的股东，还有一项额外福利——可以受邀参加公司年度股东大会，大会由查理・芒格亲自主持。大会在位于加利福尼亚州帕萨迪纳市的韦斯科自助餐厅举行，可以保证的是，参与股东会带着妙语如珠的智慧启迪离开。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

韦斯科的生意

韦斯科金融是一家控股公司，旗下拥有帕萨迪纳互惠储贷联社公司，后者成立于20世纪20年代，创建人是鲁道夫·W.卡斯珀。公司在第二次世界大战之后的房地产热潮中干得不错，并且于1959年在美国证券交易所挂牌。

但此后直到1972年，尽管这家公司被公认具有优良的管理、谨慎的成本控制以及不错的利润，但它的股价却死气沉沉，未能反映公司实际的发展情况，股价渐渐滑落到仅仅十几美元。

当时，公司股票分散在卡斯珀众多后人的手里，他们手中的股票加起来都未能达到控股的程度。这些人的领头人是伊丽莎白·贝蒂·卡斯珀·彼得斯，她是董事会成员，但这位47岁的女士同时需要照看孩子以及位于加州纳帕山谷里的农庄。直到今天，已经90岁高龄的贝蒂依然是韦斯科金融公司的董事会成员。韦斯科金融故事中的另一位关键人物是路易斯·R.文森蒂，他在1955年加入韦斯科，此后地位迅速上升，1961年成为公司总裁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

芒格和巴菲特的兴趣

有一段时间，巴菲特对于储贷类的公司兴趣浓厚，阅读了数以百计的该行业报告和财务数据。1972年夏天，韦斯科金融公司的市值不到3000万美元，仅仅相当于公司净资产价值的一半。巴菲特和芒格指示蓝筹印花公司以200万美元买进了8%的股份。

1972年下半年，贝蒂·卡斯珀·彼得斯希望董事会能够励精图治，促进公司发展。但是董事会里的其他董事拒绝了她的建议，并给她留下傲慢的印象。经历了这样的挫败，她想到一个方式，那就是将公司与其他具有进取精神的公司合并。这样，圣塔巴巴拉金融公司进入了她的视野，这家公司看起来似乎合乎标准，它们正在做着贝蒂希望韦斯科做的事，不断地开设分行，变得越来越强大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个糟糕的出价

1973年1月，韦斯科宣布计划与圣塔巴巴拉金融公司合并。彼得斯留意到这项交易似乎有什么不妥的地方，但觉得这件事应该向前推进。

总部位于加州、持有公司8%股份的蓝筹印花公司以及奥马哈对这项交易大为光火，认为韦斯科的管理层让利太多，给圣塔巴巴拉公司的股份比重过大。于是，该计划被叫停。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

沃伦·巴菲特接手韦斯科金融公司

面对这种情况，巴菲特和芒格提出了一个双管齐下的方案。

首先，蓝筹印花公司需要提升在韦斯科的投票权，它以17美元买入了更多的韦斯科股票，直至持有17%的股份（根据监管部门的要求，未经许可，对于储贷公司的持股，不得超过总股本20%）。

其次，他们需要说服董事会，让他们明白这项合并案对于广大股东而言并非上佳之选。芒格提出要见韦斯科公司的CEO路易斯·R.文森蒂，但他被礼貌地告知，如果股东同意董事会的提案，这项交易将会继续推进。

于是遭到回绝的芒格去见了伊丽莎白·贝蒂·卡斯珀·彼得斯。起初，蓝筹印花公司的CEO唐纳德·考佩尔去见贝蒂，但被敷衍地打发走了。之后，巴菲特打电话给贝蒂，幸运的是，贝蒂刚刚读完一本书，名叫《超级金钱》[115]，书中描述了巴菲特和他的老师格雷厄姆。在这本书中，巴菲特被描述为一位思路清晰、充满商业智慧的思想家，对此印象深刻的贝蒂立刻同意在24小时内会见巴菲特。

他们在旧金山机场的候机室里见了面，一见如故，非常聊得来。贝蒂说她想在韦斯科做些事，巴菲特说如果给他机会尝试更好的替代方案，他愿意配合。巴菲特深信自己可以为韦斯科股东创造更多价值。

但是，万一巴菲特遭遇意外，或者被公共汽车撞了，贝蒂和她兄弟手中的股票怎么办呢？这不成问题，巴菲特说，查理·芒格是一个不错的人选，他可以接手股份。毕竟，巴菲特对于芒格的过人才智和诚实人品完全信得过，他是如此信任芒格，甚至已经安排好，万一自己不能履职，伯克希尔-哈撒韦公司和自己家族的股票都将交给芒格管理。经过3个小时的沟通，贝蒂同意去说服董事会停止正在进行的合并计划。

在接下来的第二次会面中，贝蒂同时见了芒格和巴菲特两人，她打算安排二人与董事会见面。此时，她发现有人继续在推动合并计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

划，而不是进行更多的讨论。对此，贝蒂很恼火，于是让家族成员投下反对票。

巴芒采取行动

公司合并计划被一个股东投票否决，这让董事们很生气。公司股价随之大跌，从17美元跌到11美元。

巴菲特和芒格展开行动。他们先是克服监管障碍，得以自由买入韦斯科超过20%的股份。然后，数次以邀约收购的形式从其他股东手中买入股票，最终蓝筹印花公司持有的韦斯科股票超过了其总股本的1/4。

巴菲特和芒格的出价是17美元，超过了市场价格。这种做法十分引人注目，尤其是在当时股市普遍大跌的情况下。他们出手很大方，以免被诟病是他们将合并的事情搞黄，然后在随后的股价下跌中捡便宜。

除了两人认同共同的行为准则和荣誉准则外，巴菲特和芒格还需要获得路易斯·文森蒂的尊重、信任和配合。他们将文森蒂视为韦斯科的关键人物。

他们阻止了文森蒂提出并主导的合并计划，他们至少应该做的是，给其他股东以原来的股价退出的机会。这样，文森蒂可以看到他服务多年的股东，其中很多是他的老朋友，能够得到一个公平的对待。巴菲特和芒格认为文森蒂是一个心直口快、精明、独立、值得敬佩的人，虽然脾气有点古怪。他们希望文森蒂能成为长期的合作伙伴，“伙伴”这个词，包括了信任、尊重、真诚、共同致富等特征。

1974年上半年，蓝筹印花公司买入了足够多的股份，宣布拥有了公司控股权。贝蒂仍然是一个小股东，她曾经做出的投出反对票的决定，日后被认为是韦斯科公司转型中最为幸运的决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

韦斯科早期的奋斗

1974年，巴菲特和芒格加入了韦斯科董事会。同时蓝筹印花公司继续买进韦斯科股份，到1974年年底，已经拥有了64%的股份。到1977年年底，达到了80%，这是与贝蒂达成协议的上限。

韦斯科的表现不错，例如，1977年该公司税后利润的80%贡献给蓝筹印花公司，数额达到了571.5万美元。考虑到3000万到4000万美元的投资成本，这个回报相当不错。[116]

更有意思的地方在于，这种非凡的表现并不仅仅来源于韦斯科储贷业务发展带来的盈利增长，来自强劲的资产负债表的资本增值也贡献可观，“子公司储贷业务之外的巨量资产可用于别处”。[117]

接下来的一年，在1978年，韦斯科80%的净利润给蓝筹印花带来的贡献跃升到741.7万美元。当时，储贷行业一片繁荣景象，但这种繁荣却无法延续下去了。

注意，伯克希尔-哈撒韦公司并没有完全受益于这741.7万美元，因为当时伯克希尔仅持有58%的蓝筹印花，而蓝筹印花持有80%的韦斯科金融公司。这样，相当于伯克希尔间接持有46%韦斯科金融公司的股份。这种情况一直持续到1983年，伯克希尔才全资拥有蓝筹印花公司100%的股份。

涉足钢铁业的行动

我们前面提到，韦斯科公司的部分资金被用于证券投资，但是直到1979年之前，该公司还是只运营着先前单一的业务。之后，它收购了一家中西部的钢铁服务公司，名为精密钢铁仓储公司，位置在芝加哥郊外，收购价格约为1500万美元。除了销售金属型材之外，精密钢铁仓储公司还以自己的品牌制造和分销工具车间储备物资和其他产品。

1978年，精密钢铁仓储公司的税后利润为191.8万美元，所以，1500万美元的收购价格看起来不错。然而，钢铁供应业务是高度竞争的市场，比大多数行业更容易受到经济波动的影响。公司在接下来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

几年中利润开始下滑，刚开始的时候，下滑并不明显，但是到了1981年的第4季度，钢铁行业陷入严重的衰退，公司利润开始断崖式下跌。到了1982年，税后利润仅为30万美元。

除了行业衰退的打击，公司还犯了“一个商业错误”，这被芒格和库普尔记录在1982年蓝筹印花公司的年度信件里。他们说，他们不应该涉足小型测量工具分销行业。这个精密钢铁公司的子公司在1982年关门大吉，但“成本损失不小”。坦率地讲，这对于小型企业集团来说，是一个不太好的开端。

然而，历经风雨之后，精密钢铁公司今天依然还在韦斯科旗下，只不过这么多年来，多在苦苦支撑中度过，没有几年是好日子。例如，在20世纪90年代后期，有几年税后利润达到了惊人的高点——超过300万美元，但在此之前的连续4年，公司在盈亏平衡点附近苦苦挣扎。总之，我们可以将精密钢铁公司看作巴菲特和芒格运作的最不赚钱的一项投资。

储贷行业危机四伏

20世纪80年代，韦斯科金融公司旗下的业务包括苦苦挣扎之中的钢铁业务，以及原本的储贷业务，加上一些证券投资组合。但此时，公司的储贷业务开始向巴菲特和芒格提出挑战。早在1980年的春天，作为蓝筹印花以及韦斯科金融的最高管理层，查理·芒格和唐纳德·库普尔就发出警示，说整个储贷行业前景堪忧的可能性在增大。这个行业出现了一个非常严重的问题，即储贷机构的贷款利率是固定的，而且期限长达数十年之久，但它们吸收的存款支付的却是浮动利率，而且储户们可以随时提取存款。

20世纪80年代早期，随着通货膨胀和社会一般利率的上升，储贷行业被迫不断提高存款利率以吸引储户，但对于之前已经发放的房屋按揭贷款，却无法提高利率以冲抵成本的上升，因为之前已经签订了固定利率的贷款合同。这样导致它们从贷款客户那里收到的利息低于支付给储户的利息。最终，很多储贷公司破产了。

在这种严峻情势下，巴菲特、芒格和库普尔所具备的广阔经济视野和深厚商业知识发挥了作用，使得韦斯科金融在行业中占居了有利的位置，不但在这场危机中生存下来，而且发展壮大了。他们早就预见到了来自互惠储贷业务的利润会暴跌，所以在1980年3月，将互惠储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

贷业务公司除总部大楼之外的全部资产都卖给了布伦特伍德储贷联社公司。

在出售之前，互惠储贷业务拥有超过4.8亿美元的存款，其中大约3亿美元与等额抵押贷款一起被转让给了布伦特伍德。这样做真是明智之举，而且明智之极，因为：

• 此举在暴风雨来临之前，一次性减少了约2/3暴露在储贷市场上的资金。

• 通过出售实体分公司办公室筹集了现金。

• 由于分公司的剥离，减少了为1.5亿美元按揭贷款客户及1.7亿美元存款客户服务的成本。

• 以现金、证券、存款等安全的方式为韦斯科公司保留了一大笔资金（约1.04亿美元）。继伯克希尔旗下保险公司和蓝筹印花账上的浮存金之后，这成为巴菲特和芒格可以进行配置的另一笔巨额资金。

出售了韦斯科的储贷主体业务后，他们表示，这并不是说利率一定会上升并会带来毁灭性打击，而是说，在利率有可能上升时保护公司避免遭受打击。在1980年3月给蓝筹印花公司股东的信件中，芒格和库普尔写道：

“如果在接下来的数年中，通货膨胀和利率显著上升，并且有可能持续，那么（上述）出售业务的行为会极大地改善未来利润的整体表现。这样做，是互惠储贷业务公司针对高通胀的负面环境采取自我保护措施，以避免损失，而不是为了从低通胀中获得利润最大化。采取这些措施并不是基于认定未来的通胀不可避免，甚至很有可能发生。采取这些措施是基于安全边际的考虑。作为金融机构，我们要对互惠储贷业务公司进行重构，以此来降低公司的‘地震’风险。”

我认为他们对储贷行业危机的先见之明，以及他们对互惠储贷业务公司所采取的果断行动，极其英明睿智。他们已经为韦斯科公司构建了一个光明未来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

转型开始

出售分公司释放出来的资金被分配给股东。1982年年初，蓝筹印花所派发的现金分红，有80%是来自于韦斯科金融公司的分红。表22-1提供了相关数据，这些数据显示了无论是投资控股或非控股公司，只要是优秀的公司，资金都能得到很好的使用。

表22-1　蓝筹印花平均权益和互惠储贷公司现金分红（1975～1981年）

年　度	蓝筹印花持有互惠储贷公司的平均权益（美元）	蓝筹印花收到的来自互惠储贷公司的现金分红（美元）	分红的年度回报率（%）
1975	1 200	190	16.1
1976	2 060	320	15.7
1977	2 390	380	16.1
1978	2 530	530	20.9
1979	2 560	670	26.3
1980	2 240	990	44.0
1981	1 880	190	10.2

资料来源：Charles T.Munger and Donald A.Koeppel，Blue Chip Stamps chairman and president’s letter（1981）

除了互惠储贷业务之外，路易斯·文森蒂很好地运用了留存在韦斯科公司里的资金，芒格和巴菲特对他的这一举动大加赞扬。在提升效率、降低成本的同时，他做了那些一心想将公司做大的公司高管完全不会做的事情，他逐步缩小生意规模，目的是提高股东回报。到了1983年文森蒂退休的时候，互惠储贷公司的年度利润超过了300万美元，而此时储贷行业里的很多公司还处于亏损状态。

虽然储贷行业整体发展逐渐式微，但其资金却可以用于其他具有更好投资机会的地方。20世纪90年代后期，查理·芒格在韦斯科公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的年度信件中，将储贷业务置于无可奈何的标题之下：“储贷业的好日子一去不复返了。”

浓墨重彩的一笔终结标记

虽然原来提供按揭贷款的储贷业务江河日下，但最后还得到了一项意想不到的、价值数亿美元的收获。互惠储贷公司曾经投资联邦住房贷款抵押公司（即房地美）7200万美元，持有后者2880万股股票。2000年，它卖出了这些股票，“使得韦斯科公司在2000年实现了税后证券利得8.524亿美元。”[118]

我们知道在20世纪70年代，整个韦斯科公司的估值也只有不到4000万美元，那么2000年出售房地美而大赚的8亿美元，已经是非常令人满意的回报了。但是，这还不是韦斯科的全部，远远不是。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

韦斯科的保险业务

韦斯科公司最为重要的资本配置转型发生在1985年，始于和菲尔曼基金保险公司的合作。后者曾经是美国运通的旗下公司，1985年独立在证券交易所挂牌上市，掌舵人是保险行业的老将杰克·拜恩。20世纪70年代早期，拜恩将处于破产边缘的盖可公司拯救了过来，当时伯克希尔是盖可的大股东，他的力挽狂澜之举赢得了巴菲特的由衷钦佩和感谢。

巴菲特对于拜恩是如此欣赏，以至于他愿意让伯克希尔旗下的国民赔偿保险公司再保险菲尔曼基金保险公司7%的保险业务，为期四年（仅有极少数例外）。在保险行业里，这种交易被称为“配额份额合约”（即分保业务。——译者注）。这意味着伯克希尔-哈撒韦公司的损失和成本在合约期间，与菲尔曼基金保险公司保持同样的比例。

反过来，菲尔曼基金保险公司将收取的保费同比例支付给国民赔偿保险公司。这样，伯克希尔承担了7%的相应风险，并获得了相应保费收入，这些收取的保费成为伯克希尔浮存金的一部分，可以用于投资。当时，菲尔曼基金保险公司的保费收入约为30亿美元（并预期逐年上升），而30亿美元的7%（2.1亿美元）会流入伯克希尔-哈撒韦。当然，一旦发生索赔，这些钱会用于支付赔偿。但即便如此，依然会有数额可观的浮存金留在巴菲特手中做投资之用，因为保险客户从支付保费到申请理赔，往往都会存在一个时间差。

在巴菲特1985年致股东的信中，给出了当初的金额数字：“1985年9月1日，公司（菲尔曼基金保险公司）预收的保费储备金为13.24亿美元，它将其中的7%，也就是9270万美元转给我们。我们同时按照转让保费金额支付给对方相应的承保成本2940万美元。”[119]

韦斯科的定位

尽管菲尔曼基金保险公司所有的保单，都由国民赔偿保险公司承保，但其中的2/7被转给了韦斯科金融保险公司，这是韦斯科旗下新成立的子公司，业务包括保险和再保险。

韦斯科与菲尔曼基金保险公司的协议到1989年8月终止，但是给韦斯科带来的好处依然在持续。有数亿美元的浮存金继续留在韦斯科，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作为1985年到1989年期间投保客户未来理赔的准备金。甚至直到1997年年底，韦斯科金融保险公司依然持有2.75亿美元的保险储备金。

查理·芒格非常清楚保险储备金的好处。正如他在1997年给韦斯科股东的信中所说的：“在所有的理赔都完成之前，有非常长的时间，在这期间，韦斯科金融保险公司可以享受很多年来自于浮存金投资的收益。”

韦斯科金融保险公司继续承接其他的再保险业务，包括大型和小型的配额份额合约，有些与菲尔曼基金保险公司的协议类似，有些并不相同。没过多久，韦斯科金融保险公司将总部搬到了伯克希尔总部所在地奥马哈，尽管它依然是韦斯科的子公司。1994年之后，韦斯科金融保险公司将业务拓展至一种特别类型的再保险——巨灾险（地震、飓风等）。这项业务要求承保公司根据年度保费收入相应提取巨额准备金，因为它必须面对可能出现的巨额索赔。关于这项业务，查理·芒格的表述如下：

“……巨灾险不适合胆小的人。未来发生灾难和持续几年的业绩波动是无可避免的。就本质而言，巨型灾难的发生及其导致的巨大负面后果与概率有关，只会在偶尔几年发生，而这正是韦斯科金融保险公司愿意进军巨灾险的原因。巨灾险的投保人（尤其是聪明的投保人）常常希望与伯克希尔的子公司打交道（因为它们拥有最高等级的信用评级以及可靠的公司品质），而不愿意和其他不那么谨慎、简单、资金充裕的保险公司打交道……这样，在那些财务健康、决策有章法的保险公司眼里，巨灾所引发的后果是可以被理性预估的，长期业绩是可以期待的，尽管某些年份会有巨大的损失，在另外一些年份可能承揽业务的机会有限……由于韦斯科金融保险公司与伯克希尔的联盟关系，使得它受益于伯克希尔这块金字招牌，在业务承揽方面具有了特殊的优势。” [120]

信用评级机构标准普尔对韦斯科印象深刻，给予韦斯科最高等级的理赔能力评级：AAA。此时的韦斯科公司在传统的储贷业务之外，已经拥有大量资金投资于证券（例如房地美）。此外，得益于与伯克希尔-哈撒韦的特殊关系，它同时获得了声誉优势。

由于韦斯科与伯克希尔基于互信基础上的关系，以及伯克希尔公司在承保方面卓越的专业性，韦斯科董事会同意自动承担伯克希尔全资子公司的再保险风险。这项决议的精妙之处在于，韦斯科金融保险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司几乎不需要雇用相关员工，因此业务成本极低，实际上它招揽业务或管理保险的成本几乎为零。

不过，巨灾险的承保利润并不丰厚。实际上，这个领域早期的利润在2001年纽约双子塔恐袭时被一笔勾销，亏损超过1000万美元或更多。但是，至少韦斯科金融保险公司利用巨灾险保费收入所创造的浮存金参与了更多的再保险业务，主要集中于航空、船舶、责任和工人补偿等方面。

韦斯科金融保险公司这些年的净利润如表22-2所示（这些数据从伯克希尔-哈撒韦中分离出来），其中很大部分是投资收益，投资收益远远大于承保收益，因为它在糟糕年份再保险的承保损失，往往会抵消掉好年份的承保利润。

注意，创造这个水平的利息和分红，需要数亿美元的负债、优先股、权益类证券（那些变现的资本利得，例如来自出售房地美股票的利得，另外计算）。显然，这说明在整个20世纪90年代，韦斯科成长非凡，规模已经非常大。

表22-2　韦斯科金融保险公司净利润（利息和持股分红，加上承保损益）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年度	净利润（万美元）
1996	2 500
1997	2 750
1998	2 950
1999	3 720
2000	3 860
2001	3 590
2002	4 200
2003	4 010
2004	3 570
2005	4 280
2006	5 540
2007	6 130
2008	6 280

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

迷你型企业集团

1996年，韦斯科在保险行业进一步拓展，投资大约8000万美元收购了堪萨斯金融担保公司（Kansas Bankers Surety，KBS）。接下来的一年，KBS贡献了600万美元的保险业务净利润。对于8000万美元的投资金额而言，这个回报似乎看起来不算高。但是巴菲特和芒格推断，该公司运营状况非常优秀，具有极其靓丽的承保记录、杰出的经理人，所以，KBS不久将会贡献巨大。

堪萨斯金融担保公司

KBS创立于1909年，最初是为堪萨斯银行业的存款提供承保业务，这表示它为储户提供保险，保证即便在银行倒闭的情况下，储户也能取回存款（超过联邦政府保障额度之上的部分）。这些年来，KBS的业务拓展到了中西部主要的22个州，涵盖了小型到中型的社区银行。KBS还承保银行高管的责任保险，如果银行的董事或经理人因不当行为需要承担公众责任，KBS便支付保险金。除此之外，KBS还有其他的保险，例如银行员工从业保险、银行年金和共同基金责任保险、银行保险经纪人执业责任保险等。由于专注于银行业务的细分领域，KBS凭借专业水准获得了业内极高的认可，具有了强大的竞争优势。

巴菲特和芒格欣赏的KBS关键人物是该公司总裁唐纳德·托尔。他是业内的行家里手，对自己所处的行业了如指掌。他的工作团队非常紧凑，经理和员工一共只有13人。在巴菲特1996年致股东的信中，他将托尔称作“一位杰出的管理者，他与数百位银行家直接建立了联系，并且了解运营中的每一个细节。他将公司视为‘自己的’公司来经营，这种态度正是我们伯克希尔所珍视的。”

1996年，巴菲特在致股东的信中，以调侃的方式讲述了他以随意方式挑选什么样的公司购买：

“你们也许感兴趣，伯克希尔是以怎样精心策划的复杂策略进行公司收购的。（让我来举一个例子吧。）1996年年初，我受邀参加侄媳妇简·罗杰斯40岁的生日晚会。我一向对社交活动兴趣了了，于是立刻以委婉的方式找理由拒绝参加。但晚会的策划人非常聪明，他告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

诉我晚会上坐在我旁边的是我一直喜欢的人，简的父亲罗伊·丁斯代尔。于是，我去参加了这场生日晚会。

晚会在1月26日举行。尽管音乐声音很大——我不明白为什么声音这么大，难道乐队是按照分贝来收费的吗？我努力倾听着罗伊的讲话，他刚从KBS的董事会会议赶来，这家公司我一直很欣赏。我大声地回复他，如果有一天这家公司想出售，一定要告诉我。

之后的2月12日，我收到了罗伊的信：‘亲爱的沃伦，随信寄上的是KBS的年度财务报告，这家公司就是我们在简的生日晚会上讨论的那家。如果我可以提供更多帮助，悉请告知。’2月13日，我告诉罗伊，我们愿意出价7500万美元收购KBS。没过多久，我们就完成了交易。现在，我正计划着参加简的下一场晚会。”[121]

原本已经相当强大的KBS公司由于背靠伯克希尔这棵大树，获得了进一步的提升。KBS总裁唐纳德·托尔说，成为伯克希尔集团的一员后，没有人再质疑公司的偿付能力了。他同时说，巴菲特放手让公司发展，从不插手干预。时至今日，KBS的管理团队依然非常精干，仍专注于银行保险，总部依然位于堪萨斯。

考特商业服务公司

2000年2月，韦斯科公司以3.84亿美元收购了考特商业服务公司，从而跨入商业家具租赁行业。该公司具有巴菲特和芒格进行收购时所看重的关键素质：在枯燥无趣、被人忽视的行业里，是价格没有被高估的优秀企业。还有一位杰出的管理者——保罗·阿诺德。

在家具租赁行业里，考特公司算得上是行业的领头羊，拥有117家展示店，当时刚刚从一次失败的杠杆收购中恢复过来。1999年，公司营收为3.54亿美元，其中2.95亿美元是家具租赁收入，0.59亿美元是家具销售收入。1999年公司的税前利润为0.46亿美元。美国很多大型公司都需要临时租赁家具，它们都是考特的客户。一般情况下，家具出租三次之后，就会放在考特清仓中心出售。

从一开始，保罗·阿诺德就获得了承诺，他“不会受到来自韦斯科公司总部的任何干涉。如果我们对这样一位卓越的企业家指手画脚，那绝对是不明智的[122]”。芒格同时表达了他的期待，认为这家公司会取得“可观的扩展”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

非常长期的专注

尽管起初持乐观态度，巴菲特和芒格对这家公司还是需要极大的耐心——事实上，时至今日，他们还在等待良好的回报。自从2000年互联网泡沫破裂以及2001年9·11恐怖袭击之后，办公家具的需求持续下跌。2000年3月到12月，这10个月的运营收入为0.29亿美元。到2001年下滑超过一半，仅有0.131亿美元。2003年，公司还出现了亏损。

芒格遗憾地在2001年的股东信中提到，即使是最有能力和经验的投资者，也难以预测经济和突发事件："很明显，当我们购买考特公司时，在家具租赁这个商业领域中，我们是糟糕的预测者，我们对于近期的行业前景并无先见之明。"尽管世事艰难，考特公司在萧条期还是收购了几家小型的同类公司，扩大了它的地理版图。此外，考特公司还将业务扩展到公寓领域，这有助于公司重新安置员工。

大约三年后，情况逐渐好转。到2006年，公司税后利润几乎回到了2000年的水平，达到0.269亿美元。但随着金融危机的爆发，2009年考特公司又再次出现亏损。此后，公司利润（以税前利润形式）渐渐回升：

- 2011年，0.29亿美元；
- 2012年，0.42亿美元；
- 2013年，0.42亿美元；
- 2014年，0.49亿美元；
- 2015年，0.55亿美元。

尽管近年来利润逐步提升，但你肯定有这样的疑问，当年支付的3.84亿美元的收购价格，是否留有足够的安全边际。或许从此以后，公司情况会继续改善。

35年之后的合并

2011年，伯克希尔终于将手中持有的19.9%的韦斯科股票转让给其他股东，成本是5.5亿美元。这个数字乘以5，我们可以得出当时韦斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科公司的估值为27.5亿美元。考虑到当年蓝筹印花公司仅用3000万到4000万美元就买下80%的韦斯科股份，这个回报还不错。

这个估值是从何而来的呢？毕竟，精密钢铁公司和考特公司并没有多少贡献。奥秘就在于储贷业务中原有资金的运用，这些资金在韦斯科公司里被逐步投资于债券、优先股以及其他证券，取得了非常惊人的回报，例如投资房地美股票，其价值从0.72亿美元增长到8亿美元。

之后，韦斯科拓展了再保险业务和银行保险业务，这些业务得到了伯克希尔-哈撒韦承保专家的大力支持，此外，韦斯科用保险浮存金进行证券投资，也有很多成功的案例，以下是其中三个：

• 所罗门旅行家集团。

1997年，韦斯科同意用其持有的所罗门公司的优先股和普通股，交换旅行家集团的优先股和普通股。所罗门股票是韦斯科于十年前花0.8亿美元购买的，而旅行家股票的价值比0.8亿美元多出1.121亿美元，回报率为140%。

• 吉列、宝洁公司。

韦斯科于1989年以0.4亿美元买入吉列可转换优先股，1991年转换为吉列普通股。2005年这些股票又换为宝洁公司股票，其价值为2.161亿美元，回报率为440%。

• 富国银行

这笔投资发生于2008年，此时正值全球金融危机。尽管时机不佳，富国银行的股价仍从2008年1月的26美元，上升到现在的44美元。

学习要点

1.将声誉视为极为重要的资产。

如果不是贝蒂·彼得斯听说过巴菲特的好名声而愿意同他见面，或许韦斯科公司的交易就不会发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2.资产配置可能会犯错。

如精密钢铁公司的案例。但优秀的投资者或管理者会从这种打击中恢复过来，并秉承既定的原则继续前行。

3.关注下跌风险。

如果行业龙头都一窝蜂地冲向悬崖，可能会导致不理性的从众行为，例如20世纪80年代的储贷行业，一方面是固定利率的按揭贷款，一方面是浮动的存款利率；或者是2007年银行大买证券化债券。投资者必须做好准备，万一整个市场崩溃时，能够降低损失。

4.信任可以节省巨大的成本。

例如，韦斯科信任伯克希尔具有明智的承保定价能力，这样，韦斯科就不必雇用昂贵的承保团队，从而节省了大量成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大整合　伯克希尔-哈撒韦帝国

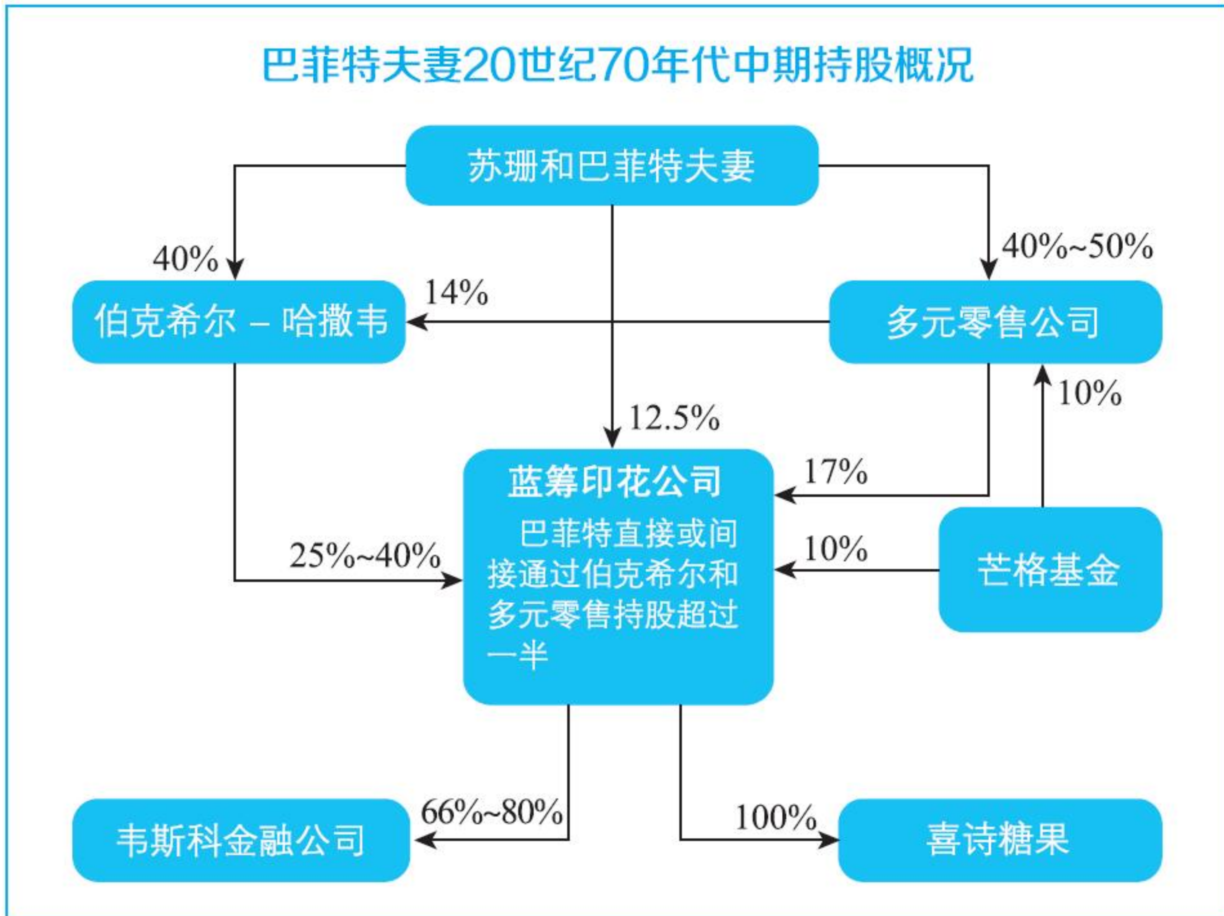
现在，我们来到了沃伦·巴菲特人生中非常重要的转折点。20世纪70年代中期，巴菲特的身家达到了1亿美元，但他的资产分布在不同的投资工具和形式上，有些在个人投资组合里，有些在伯克希尔-哈撒韦公司，有些在多元零售公司，有些在蓝筹印花公司。令人更加眼花缭乱的是，这些公司相互交叉持股。每家公司又都有各自的外部股东，他们有自己的利益打算。

在经历了30余年的投资历程之后，巴菲特到了需要厘清股权架构的时候，这一章谈谈巴菲特整合持股的故事。

纠纷

20世纪70年代中期，巴菲特在不同公司里的直接持股和交叉持股经常会有变化，但是整体结构基本保持不变，直到这次大整合。如果只是提供持股比例，恐怕只能做出一张令人费解的图表，考虑到这三四年持股情况的变化，我将信息尽量简化，如下图所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



监管部门的关注

1974年，美国证券交易委员会（SEC）注意到了韦斯科公司的多宗交易，他们关注到巴菲特和芒格直接或通过多元零售公司间接掌控蓝筹印花公司。同时，巴菲特通过伯克希尔影响蓝筹印花公司（此时，芒格还没有伯克希尔的股份，也没有在伯克希尔担任管理层角色）。而且，巴菲特通过直接持股，或通过多元零售公司的间接持股，控制着伯克希尔-哈撒韦公司一半股权。

从表面来看，其中可能存在着重大利益冲突，毕竟各个公司还有其他股东。如果大股东滥用控股权，可能会对其他股东造成伤害。SEC一定会问，芒格和巴菲特是否会密谋操纵目标公司的股价？一个特别引人关注的地方在于，芒格基金与蓝筹印花实际控制人，及其控股公司例如韦斯科之间的关系？那些小股东又被置于何处？

自证清白

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特已经注意到了这个问题，他认为自己的持股没有必要这么复杂，外界有理由怀疑小股东权益会受到侵害。于是，他宣布了一个计划，将多元零售公司并入伯克希尔-哈撒韦。

SEC对此穷追不舍，他们提出了很多问题，想知道发生了什么。芒格和巴菲特在1974年秋天，解释了他们的动机及相关细节。让他们恼火的是，SEC竟宣布要正式展开调查，档案名为《关于蓝筹印花、伯克希尔-哈撒韦公司、沃伦·巴菲特，编号HO-784》。SEC要调查的是，巴菲特是否本人或与人联手，设计和实施诈骗计划？他有没有谎报或遗漏重要事实？蓝筹印花公司有没有操纵韦斯科股价？巴菲特和芒格有没有其他密谋？

大量关于伯克希尔、喜诗糖果以及其他公司的相关文件被送到SEC。1975年3月，芒格和巴菲特连续两天被SEC传唤作证。

问：芒格有没有参与圣塔巴巴拉储贷社股票的做空活动？

答：没有。

问：蓝筹印花公司有没有为收购韦斯科公司，刻意阻挠韦斯科与圣塔巴巴拉的合并？

答：二者的合并还不是一个明确的计划，而且成功可能性极小。

问：在合并计划落空之后，为什么还要以高价购买韦斯科股票？毕竟，这样会使蓝筹印花的股东有所损失，是不是这样？

答：长期而言，如果能善待韦斯科股东，蓝筹印花股东也将从中受益。路易斯·文森蒂、贝蒂·彼得斯以及韦斯科其他股东可以因此而感受到诚意，收购之后双方的关系是否融洽，对于未来的影响非常重大。

巴菲特的大整合

SEC的调查涉及巴菲特的持股结构，以及他和芒格在蓝筹印花和韦斯科之间千丝万缕的联系，调查一直持续到1975年。显然，巴菲特复杂的投资结构，让人更加怀疑他采用不道德的手段牟利。这使巴菲特更加下定决心，要将他的生意简化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经过两年的调查，SEC得出这样的结论：蓝筹印花公司导致合并案失败，并人为抬高了韦斯科股价。尽管如此，SEC并没有做出对巴菲特的不利裁决。巴菲特只需要承诺这样的事情不会再次发生。尽管没有认不认罪的问题，蓝筹印花公司还是支付了11.5万美元给一些据称受到损害的韦斯科股东。总之，这不过是个轻微的处罚。

合并

1978年，拥有零售业务以及火险、意外险、员工保险业务的多元零售公司终于并入伯克希尔。芒格手中持有的多元零售公司股票被转换为伯克希尔股票，相当于持有2%的伯克希尔股份，芒格同时出任伯克希尔副董事长（在此之前，芒格已经关闭了自己的投资合伙公司）。

多元零售公司的另一位股东桑迪·哥特斯曼也将持股转换为伯克希尔股票，持股略低于芒格。

合并完成后，伯克希尔控制了蓝筹印花公司过半股权（约58%），巴菲特持有13%的蓝筹印花股份，除此之外，他实际上再无其他投资组合。巴菲特持有伯克希尔43%的股份，他的妻子苏珊持有3%。1983年，伯克希尔买下了蓝筹印花其余所有股份，完成了100%持股。

反思时刻

完成多元零售公司与伯克希尔的合并时，巴菲特48岁，看到自己多年来努力的杰作，他应该心中充满了成就感。伯克希尔股价很快上升到200多美元，这意味着巴菲特夫妇的身家超过1亿美元。

自11岁开始，以区区229.50美元为姐姐多丽丝和自己买了6股城市服务公司优先股，到掌控一个包括喜诗糖果等众多优质资产在内的企业帝国，这些资产还能创造数百万源源不断的现金流，供巴菲特继续投资。

同时，他还能年复一年地使用数亿美元的保险浮存金进行投资，并且在绝大多数年份，保险公司的承保利润也相当不错。更美好的是，那些他持股的公司，本身质地优良，拥有他喜欢的优秀管理者，例如《华盛顿邮报》的凯瑟琳·格雷厄姆、伊利诺伊国民银行的尤金·阿贝格。难怪巴菲特可以每天跳着踢踏舞去上班。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特再也不用担心贫困了，他已经积累了巨大的财富。那么，是什么力量让他继续奋斗呢？就像很多亿万富翁依然勤奋工作一样，他热爱工作带来的兴奋，他喜欢在未完成的画布上继续挥洒。他是一个富于创造力的人，他想继续发挥聪明才智，去创造更大、更好、更了不起的成就。有了伯克希尔-哈撒韦这样坚实的基础，他可以尽情构建一些伟大壮丽的东西。在40年的时间里，他将一家疲弱的纺织厂打造为世界上五大顶尖上市公司之一，市值超过4000亿美元。他现在是可口可乐、富国银行、伯灵顿北方圣达菲、美国运通、IBM等众多公司的大股东。

巴菲特仍然在持续扩张他的帝国版图。如果他可以活得更久，我看不到任何原因可以阻止他成为世界上最大企业的领导人。这对于一个来自奥马哈的谦卑的小伙子来说真是了不起，他始终恪守这样一句格言：不要做任何你不打算让配偶、亲人和朋友在第二天的报纸头条看到的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录　案例总结

以下汇总了本书中描述的投资案例，表格中的信息已经出现在每章的开头。

案例	时间（年）		金额（美元）		收益（美元）
	买入	卖出	买入	卖出	
城市服务	1941	1941	114.75	120	5.25
盖可保险	1951	1952	10 282	15 259	4977
洛克伍德公司	1954	1955	不等	不等	13 000
邓普斯特农机	1956	1963	999 600	330 万	230 万
桑伯恩地图	1958	1960	大约 100 万	转为投资组合份额	约 50%
伯克希尔	1962	—	14.86 美元/股	如今 245 000 美元	数百亿
美国运通	1964	1968	1 300 万	3 300 万	2 000 万
迪士尼	1966	1967	400 万	620 万	220 万
霍希尔德-科恩	1966	1969	480 万	400 万	-80 万
国民赔偿保险	1967	—	860 万	—	数十亿
联合棉纺	1967	—	600 万	并入伯克希尔	不详

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案例	时间（年）		金额（美元）		收益（美元）
	买入	卖出	买入	卖出	
蓝筹印花	1968	—	300 万～400 万	并入伯克希尔	数以亿计
伊利诺伊国民银行信托	1969	1980	1 550 万	1 750 万	大于 3 200 万（含分红）
《奥马哈太阳报》	1969	1980	1.25	不详	不详，但亏损
喜诗糖果	1972	—	2 500 万	伯克希尔成员	大于 20 亿
《华盛顿邮报》	1974	—	1 060 万	转为投资组合份额	数以亿计
韦斯科金融	1974	—	3 000万～4 000 万	伯克希尔成员	大于 20 亿

注：

• 表中数据为可以获得的最准确数据。一些案例中的数据，基于一系列的素材来源，并进行了一定的推算。

• 表中出现“不适用”的地方，在绝大多数情况下，表示巴菲特从来没有出售该公司，至今一直还在伯克希尔-哈撒韦旗下。

• “金额”一栏中的美元数字指的是每一项目交易中买卖的绝对数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

注释

1．本杰明·格雷厄姆和大卫·多德，《证券分析》（麦格劳-希尔，惠特莱西出版社，1934年）。

2．同上。第2章。

3．沃伦·巴菲特1994年12月6日，在纽约证券分析师协会的演讲。

4．沃伦·巴菲特1959年致合伙人的信。

5．沃伦·巴菲特1958年致合伙人的信。

6．沃伦·巴菲特1961年致合伙人的信。

7．沃伦·巴菲特1963年致合伙人的信。

8．安德鲁·基尔帕特里克《永恒的价值：沃伦·巴菲特的故事》（南方出版人集团，1996年）第139页。

9．同上。第139页。

10．沃伦·巴菲特1964年致合伙人的信。

11．沃伦·巴菲特1963年致合伙人的信。

12．关于费雪，我综合了两个来源：“金融时报关于价值投资”的部分和“伟大的投资者”。你可以考虑阅读一下费雪的书《普通股和非普通的利润》。

13．关于PE（市盈率）的更多解释超出了本书的核心，但是如果你有意学习更多的话，可以在互联网上找到更多的资源。将“市盈率”一词输入搜索引擎即可。

14．沃伦·巴菲特1995年致伯克希尔股东的信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

15 .沃伦·巴菲特1991年在圣母大学的演讲。www.tilsonfunds.com/Buffett-NotreDame.pdf

16 .沃伦·巴菲特1995年致伯克希尔股东的信。

17 .沃伦·巴菲特1989年致伯克希尔股东的信。

18 .沃伦·巴菲特2014年致伯克希尔股东的信。

19 .同上。

20 .沃伦·巴菲特1966年致伯克希尔股东的信。

21 .沃伦·巴菲特2014年致伯克希尔股东的信。

22 .罗杰·洛温斯坦《巴菲特——一个美国资本家的成长》（百老汇图书，纽约，1995年）。

23 .杰克·林沃尔特的回忆录《国民赔偿保险及其创始人杰克·D·林沃尔特的传奇》。

24 .同上。

25 .同上。

26 .同上。

27 .沃伦·巴菲特2014年致伯克希尔股东的信。

28 .沃伦·巴菲特1968年致合伙人的信。

29 .摘自爱丽丝·施罗德的《滚雪球》（布鲁姆斯伯里出版社，2009年）。252-253页。

30 .沃伦·巴菲特1989年致伯克希尔股东的信。

31 .沃伦·巴菲特1969年1月致合伙人的信。

32 .沃伦·巴菲特1969年12月致合伙人的信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

33 .沃伦·巴菲特1966年1月致合伙人的信。

34 .沃伦·巴菲特1969年7月致合伙人的信。

35 .沃伦·巴菲特1967年1月致合伙人的信。

36 .同上。

37 .同上。

38 .同上。

39 .同上。

40 .同上。

41 .同上。

42 .同上。

43 .沃伦·巴菲特1967年10月致合伙人的信。

44 .同上。

45 .同上。

46 .沃伦·巴菲特1967年10月致合伙人的信。

47 .同上。

48 .同上。

49 .同上。

50 .同上。

51 .沃伦·巴菲特1968年1月致合伙人的信。

52 .同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

53．同上。

54．肯·蔡斯1967年致伯克希尔股东的信。

55．沃伦·巴菲特2001年致伯克希尔股东的信。

56．沃伦·巴菲特1978年致伯克希尔股东的信。

57．沃伦·巴菲特1975年致伯克希尔股东的信。

58．沃伦·巴菲特1979年致伯克希尔股东的信。

59．同上。

60．沃伦·巴菲特1980年致伯克希尔股东的信。

61．沃伦·巴菲特1982年致伯克希尔股东的信。

62．沃伦·巴菲特1968年7月致合伙人的信。

63．同上。

64．同上。

65．《水牛城新闻报》2012年12月21日。

66．肯·蔡斯1970年4月年致伯克希尔股东的信。

67．同上。

68．同上。

69．沃伦·巴菲特1969年12月致合伙人的信。

70．同上。

71．沃伦·巴菲特摘自其1969年1月致合伙人的信。

72．同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

73 ．同上。

74 ．同上。

75 ．沃伦·巴菲特1969年5月致合伙人的信。

76 ．同上。

77 ．同上。

78 ．同上。

79 ．同上。

80 ．同上。

81 ．同上。

82 ．同上。

83 ．同上。

84 ．本杰明·格雷厄姆《聪明的投资人》（哈珀商务精要，1973年）。

85 ．沃伦·巴菲特1969年10月致合伙人的信。

86 ．同上。

87 ．同上。

88 ．同上。

89 ．同上。

90 ．同上。

91 ．同上。

92 ．沃伦·巴菲特1969年12月致合伙人的信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

93．沃伦·巴菲特2006年致伯克希尔股东的信。

94．丹尼尔·罗伯茨“喜诗糖果的秘密”，《财富》杂志2012年9月3日刊。

95．摘自卡洛尔·卢米斯“沃伦·巴菲特的内部故事”（1988年4月11日）。

96．沃伦·巴菲特给北卡罗来纳大学教堂山分校学生的演讲，题为“沃伦·巴菲特谈商业”，公众电视中心（1995年）。

97．沃伦·巴菲特2014年致伯克希尔股东的信。

98．沃伦·巴菲特1999年致伯克希尔股东的信。

99．沃伦·巴菲特2014年致伯克希尔股东的信。

100．沃伦·巴菲特2011年致伯克希尔股东的信。

101．沃伦·巴菲特1999年致伯克希尔股东的信。

102．沃伦·巴菲特2014年致伯克希尔股东的信。

103．沃伦·巴菲特1973年致伯克希尔股东的信。

104．沃伦·巴菲特1973年致伯克希尔股东的信。

105．同上。

106．安东尼·辛普森“漂亮的女孩就在那儿”，《福布斯》杂志1974年11月1日刊。

107．同上。

108．沃伦·巴菲特1985年致伯克希尔股东的信。

109．《新闻周刊》1972年年度报道。

110．沃伦·巴菲特1987年致伯克希尔股东的信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

111．沃伦·巴菲特1985年致伯克希尔股东的信。

112．同上。

113．我之前写过一本《公司金融》，并在英国的大学里成为畅销教材，我需要承担一些责任。但是，至少我解释了尽管这些金融理论很有趣，并且有点用处，但是现实世界极具复杂性，这意味着我们在运用这些理论的时候必须非常谨慎。

114．沃伦·巴菲特1986年致伯克希尔股东的信。

115．杰里·古德曼（‘亚当·斯密斯’）《超级金钱》（1972年）。

116．在一个较长的时期内，买入的股价不同。

117．查理·芒格和唐纳德·库普尔1997年致蓝筹印花股东的信。

118．查理·芒格2000年致韦斯科股东的信。

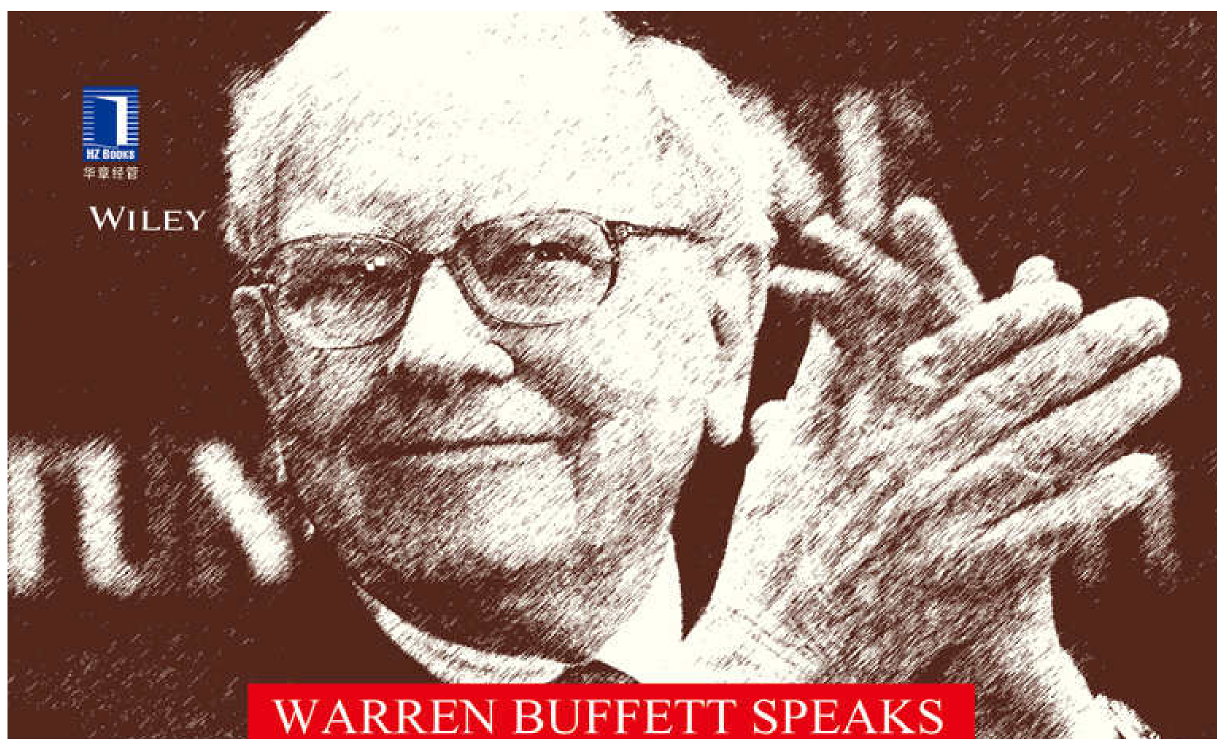
119．沃伦·巴菲特1985年致伯克希尔股东的信。

120．查理·芒格1997年致韦斯科股东的信。

121．沃伦·巴菲特1996年致伯克希尔股东的信。

122．查理·芒格1999年致韦斯科股东的信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



Wit and Wisdom from the World's Greatest Investor

用巴菲特的话讲述巴菲特，还原伟大投资者的思想精华

沃伦·巴菲特如是说

[美] 珍妮特·洛 Janet Lowe 著 徐虹 译

机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

沃伦·巴菲特如是说

Warren Buffett Speaks：Wit and Wisdom from the World' s Greatest Investor

（美）珍妮特·洛（Janet Lowe）　著

徐虹　译

ISBN：978-7-111-59832-9

本书纸版由机械工业出版社于2018年出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司，北京奥维博世图书发行有限公司）在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方网址：www.hzmedia.com.cn

新浪微博 @华章数媒

微信公众号 华章电子书（微信号：hzebook）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

译者序
致谢
绪论
第1章　关于生活
奥马哈在哪里？是怎样的一个地方
以自己想要的方式生活
想吃什么就吃什么
要有业余爱好
充满激情
志存高远
定位准确
专注于既定目标
规划人生蓝图
诚实
请说出事实的真相
写给《华尔街日报》的信
培养良好品格
相信自己
不要过于自信
不要上当
分享智慧
不服老
第2章　关于朋友
理解友谊的真谛
为朋友打抱不平
辅佐州长施瓦辛格
建立一生的友谊
第3章　关于家庭
不要溺爱孩子
巴菲特的孩子们
和妻子相濡以沫
善待母亲
第4章　关于工作
为兴趣工作
及早开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在喜欢的地方工作
和优秀的人共事
善于鼓励别人
忠于合作伙伴
珍惜时间
急流勇退
第5章　关于经营
善于沟通
知道什么时候说“不”
树立榜样
关心股东
雇用的人好，管理的就少
阅历更重要
善于配置资本
勇敢
能力的交叉
伯克希尔-哈撒韦公司：强大的投资机器
第6章　关于投资
投资哲学
认清敌人：通货膨胀
经验的顿悟
别在意教授怎么说
遭遇“市场先生”：你的仆人而非领导
忽略“市场先生”的情绪
聆听机遇的召唤
理解价格和价值的区别
寻找内在价值
期待市场出现步调不一
收益！收益！收益！
向前看，不要向后看
规避风险
不要赌博
关注非同寻常的市场环境
不要被市场环境所左右
避免过度负债
寻找刺激的交易
在可能的情况下进行套利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要有耐心
独立思考
拥有合适的工具
警惕华尔街
只买你了解的股票
老将叱咤新兴市场
中国石油公司
能力的拓展
养成阅读的习惯
像记者那样刨根问底
让投资变得简单
深入思考
知道你寻找的是什么
不要为数学绞尽脑汁
崇尚节俭
树立切合实际的目标
面对现实
期待改变
能应对改变
承认错误
不要犹豫不决
低调涉足航空业
从错误中学习
买入如童话故事般美好的股票
寻找卓越的公司
保证投资的质量
垃圾债券
评估特许权的价值
重视价格机制的力量
寻找拥有廉价流动资金的公司（然后要对这家公司进行正确的定位）
学着喜欢垄断
寻找以所有者立场思考的经理
管理层固然重要，但好的公司更重要
避免制度性强制（公司的“旅鼠行动”倾向）
偏爱那些回购自己股票的公司
不要害怕多元化投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

进行长期投资
善于总结
当你因为追随巴菲特的投资脚步而变得富有时，请回馈社会
投资是有利于增进公众福利的方式
当报酬与付出不成比例时，你会怎么做
心甘情愿地纳税
慷慨付出
有关慈善捐赠的想法
巴菲特的捐赠是否会影响伯克希尔-哈撒韦公司
结束语
附录A　伯克希尔-哈撒韦公司的账面价值和标准普尔500指数的对比
附录B　伯克希尔-哈撒韦公司股价概览（1962～2017年）
附录C　巴菲特活动年表
注释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

译者序

1930年8月30日，在股灾的阴霾中，沃伦·巴菲特出生于美国内布拉斯加州的奥马哈市。他白手起家，一步一步攀升至《福布斯》美国400富豪榜，正如《时代》杂志记者约翰·罗斯查德所说的：“在财富金字塔的顶端，有石油大亨、房地产巨头、航运巨子和许多强取豪夺的资本家，但巴菲特是第一位靠股票投资跻身于财富金字塔顶端的人。”

市面上不乏关于巴菲特投资理念的书，本书则试图从生活、家庭、朋友、工作、经营、投资等多个视角为读者呈现这位世界上最成功的投资者的个性、人生哲学以及他身上最本质的东西。但也许正如本书作者珍妮特·洛所说的那样：“除了他自己的话语之外，其他语言都不足以充分勾勒出独一无二的巴菲特，因为没有人会比巴菲特更了解巴菲特！”正是出于这种考虑，她搜集、整理了巴菲特充满智慧、不乏幽默的言论以及一些与他有关的轶事和旁人的评论，按照清晰的逻辑框架串成了一个完整的“巴菲特传奇”。

对于巴菲特言论原汁原味的引用是本书的特色，充分呈现了他的睿智、冷静、幽默、执着、宽容和正直，“每一段言论都是研究巴菲特人生哲学的一条线索”。对于生活，他忠于自己的感受，“精彩地生活，知足常乐”是他对生活的态度。他就像武侠小说中的侠客那样，为朋友打抱不平，“两肋插刀”，他辅佐州长阿诺德·施瓦辛格，与查理·芒格的友谊历久弥坚。他注重家庭，与妻子苏珊分居多年仍信守婚约的承诺，直至她去世；他不溺爱孩子，认为“给他们太多的钱是既不正确也不明智的，富可敌国的巨额财富将更加扰乱竞技场的公平竞争，应该让他们经受磨炼而不是为他们铺平道路”。巴菲特对工作的态度和他对生活的态度是一致的，认为工作就是“和一些非常优秀的人一起为自己一生的梦想而奋斗”，如果“无法做自己想做的事情，那人生又有何乐趣可言”？

善于沟通和关心股东是巴菲特经营的法宝：他亲自执笔的公司年度信件条理清晰、公正客观，就像是为某个熟悉的朋友而写的，每年的伯克希尔-哈撒韦公司年会成为巴菲特和股东沟通的重要方式；巴菲特注重维护股东利益，让“他们觉得自己是公司的主人”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的投资理念是本书着墨最多的内容。美国的证券市场，在经历了20世纪20年代末30年代初的股灾之后，诞生了以本杰明·格雷厄姆和巴菲特为代表的价值投资理念。价值投资，简单地说，就是以企业的内在价值作为股票投资的选择标准，它是投资者选择投资对象的一个重要基础。格雷厄姆被誉为“价值投资之父”，而他的学生巴菲特更是这一投资理念忠实的拥护者和成功的实践者。从某种意义上说，在价值投资这条路上，巴菲特走得比格雷厄姆更远，他数十年如一日，坚持以价值投资为导向，孜孜不倦地寻求以合理的价格收购那些出类拔萃的企业，他把这一过程比喻为“狩猎”，他从中享受到了乐趣，当然，也使自己的财富如滚雪球般迅速增加。

巴菲特的人格魅力还体现在他的社会责任感上，这表现在他心甘情愿地纳税以及对于慈善事业的慷慨捐赠：他把投资看作“有利于增进社会福利的方式”，认为纳税“能为社会公共事业提供资金”。他身体力行地实践着这一切，2006年更是做出惊人之举——宣布向比尔和梅琳达·盖茨基金会（BMG）捐赠310亿美元，再加上向家族基金会捐赠的金额，他把自己财富的85%投入到慈善事业，这是美国历史上最慷慨的捐赠行为。他的行为令我们肃然起敬，但他却谦虚地认为这是自己对于社会的应有回馈，因为他始终认为“这个社会给予我的奖励远远超出我为它所付出的一切”，他还敦促投资者，“当你因为追随巴菲特的投资脚步而变得富有时，请回馈社会”。

通过这些线索，一位严格的父亲、一位睿智的管理者、一位伟大的投资者和一位慷慨的慈善家的形象跃然纸上。珍妮特·洛作为曾出版过《比尔·盖茨如是说》和《杰克·韦尔奇如是说》的传记作家，视角独特、笔触细腻地为我们呈现了一个与众不同的巴菲特，书中所引用的许多巴菲特经典言论，如电花火石般地引起我们炽热的共鸣，而言论中所闪烁的智慧之光更是值得我们久久回味。

本书在翻译过程中得到了浙江师范大学工商管理学院不少老师的帮助，其中吴振阳老师自始至终给予了指导和帮助，此外本书还得到了张国胜、孙伯良、何菊芳、傅黎瑛、彭红英等老师的支持和帮助，在此一并致以衷心的感谢！由于译者水平有限，翻译过程中难免存在不当之处，敬请读者批评指正。

徐虹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

致谢

本书得以付梓，得益于许多人的帮助，在此，我要感谢帕姆·巴菲特（Pam Buffett）、沃伦·巴菲特、Jolene Crowley、Elizabeth Douglass、Lorena Goeller、Arthur Q.Johnson、Steve Jorden、Irving Kahn兄弟、Kathy Lowe、Bruce Marks、Charles T.Munger、Doerthe Obert，以及沃尔特&埃德温·施洛斯股份有限公司的Walter Schloss、R.Hutchings Vernon、Kathy Welton。我也要对直接促成本书出版的编辑Kevin Commins和发行商Alice Fried Martell表示衷心的感谢。

本书还得到许多媒体和组织的大力支持，在此一并表示感谢。它们是《圣迭戈先驱论坛报》（San Diego Union-Tribune）、《奥马哈世界先驱者报》（Omaha World-Herald）、北卡罗来纳公共电视基金会和北卡罗来纳大学教堂山分校凯南-弗拉格勒商学院等。

此外，我对于能有机会在苏珊·巴菲特、凯瑟琳·格雷厄姆、红杉基金公司的创办者威廉·鲁安去世之前采访他们心存感激。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

绪论

世界上还会有人比巴菲特有更多的绰号吗？《名利场》（Vanity Fair）称他为“金融界的阿甘”，[1] 有人称他为“奥马哈之神”“奥马哈的朴素商人”“因循守旧的资本家”“沃伦爵士”（带有一点调侃的意味）和“金融界的威尔·罗杰斯”[1]。他还被誉为“钻石之王”，因为他收购了一些珠宝商店，其中包括美国第二大珠宝商店——奥马哈的波珊珠宝商店（Borsheim’s shop）。

有好几本关于巴菲特的书也试图把握这位世界上最成功的投资者的个性、人生哲学以及他身上最本质的东西。但也许除了他自己的话语之外，其他语言都不足以充分勾勒出独一无二的巴菲特，因为没有人会比巴菲特更了解巴菲特！正是这种信念促使我整理了他的格言警句和独到见解，并奉献给大家。

这位现代美国人心目中的英雄、备受争议的圣人究竟是谁？绪论部分将为大家介绍他的一些基本情况，而正文部分将以他自己的话语娓娓道来，为大家逐渐呈现更多细节，还原一个更加真实的巴菲特。

巴菲特1930年8月30日出生于内布拉斯加州的奥马哈市。他在那里上完小学，之后因为他的父亲霍华德·霍曼·巴菲特在美国众议院连任四届议员，他跟随父亲在华盛顿完成初中和高中学业。大学期间，由于他认为自己在宾夕法尼亚大学沃顿商学院没有学到任何东西，便中途退学，后来在内布拉斯加大学（林肯校区）完成了本科学业，于1950年获得了理学学士学位。之后他向哈佛大学递交了申请，未被录取，却意外地收到哥伦比亚大学研究生院的录取通知书，于是便进入哥伦比亚大学深造，1951年获得了哥伦比亚大学经济学硕士学位。正是在哥伦比亚大学，巴菲特遇见了伟大的投资者、教授格雷厄姆，他很快便成为巴菲特的良师益友。

巴菲特和他青梅竹马的邻居——奥马哈的苏珊·汤普森（Susan Thompson）于1952年结婚，一共育有三个孩子：一个女儿和两个儿子。巴菲特夫妇多年来都居住在不同的城市，却仍保持着密切的关系和深厚的感情，他们的这种关系令很多人觉得困惑。他们一直维持着这种关系，直至苏珊2004年由于中风去世。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

苏珊·巴菲特和丈夫共同控股伯克希尔-哈撒韦公司（Berkshire Hathaway），她是一个乐观、注重感情的人，巴菲特形容她是“崇尚心灵自由”的人。她告诉我：“现在，我一个人过着平静的生活，但我的家庭以及我所深爱的人永远和我在一起。”她长期居住在旧金山，但巴菲特仍然住在奥马哈。苏珊去世两年后，巴菲特才再婚。

从1997年我初次撰写拙著至今，已时过境迁，但有一些事情依然如故。那么，就让我们先来看看这些仍未改变的事情吧：当时，巴菲特是美国最语出惊人的投资者，如今他依然是一位非常激进的商业领袖；他当时已经跻身于美国富豪排行榜，如今仍位居第二；当时伯克希尔-哈撒韦公司由于高得惊人的股价成为世界上最与众不同的股票，如今它的股价仍居高不下。

巴菲特的年薪仍然维持在10万美元，他仍然是世界最大的200家公司中年薪最低的主席。

接下来，让我们看看发生了什么改变吧：正如巴菲特一直所说的那样，伯克希尔-哈撒韦公司的规模在不断扩大，巨额资金投资的难度也随之加大。随着伯克希尔-哈撒韦公司的发展，扩张和创新不断地发生，但最富戏剧性的变化却发生在巴菲特个人身上。

尽管当年我初次执笔撰写拙著时，他已经相当有名，但对于那些不涉足金融界的人来说，这个名字仍然是相当陌生的。直到巴菲特担任加利福尼亚州州长候选人——阿诺德·施瓦辛格的财政顾问之后，他才首次成为关注的焦点。后来，他把价值大约300亿美元（注意：是300亿而不是3000万！）的资产捐给比尔和梅琳达·盖茨基金会，这使他开始完全暴露在镁光灯下，成为媒体争相报道的对象。

关于他的工作和私生活，《名利场》杂志做了这样的评论：“他最重要的工作是管理自身的影响力。”[2] 这种影响力在2007年2月表现得尤其显著，当时仅仅因为巴菲特欲收购报业公司股票的传闻，《纽约时报》公司的股价一天之内就上涨了3.8%。尽管巴菲特曾公开表示他对报业公司不再感兴趣，但对于那些对他的投资理念深信不疑的价值投资者来说，《纽约时报》公司还是具有极大诱惑力的，因为它的股价在2004～2007年已经跌了44%。

在此期间发生了一些简单的经济交易，如巴菲特出售了其持有的少量奥马哈皇家棒球队的股票。其余都是一些重大的、刺激的事件，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

例如他经历了股市的巨幅震荡，在收购通用再保险公司时面临巨大困难等，但伯克希尔-哈撒韦公司最惊人之举可能要数它大举进行国外投资了。

巴菲特个人经历了一些痛苦的重大变故，他生命中一些重要的人纷纷离他而去，包括他的妻子、母亲、挚友凯瑟琳·格雷厄姆、罗斯·布朗金、威廉·鲁安和菲尔·卡雷特。苏珊的去世还使巴菲特的生活发生了其他一些重大变故，例如他重新调整了慈善捐赠计划和对盖茨基金会的捐赠计划。令人欣慰的是，巴菲特的孩子们似乎已经完全融入了自己的角色定位，至少公众已经对他们有了更深的认识。巴菲特对以他们名义成立的基金会进行慷慨捐赠，通过这样的方式，公开认可了他们的自立和成熟。顺便提一下，给予孩子们的基金的捐款从某种程度上证明了他们的父亲是一位多么天才的投资者：巴菲特和苏珊当初为孩子们建立慈善基金时，向每一个基金捐了129股伯克希尔-哈撒韦公司的A股股票和68股B股股票，当时价值仅仅为2000多美元，但这些股票如今值11353806美元——涨了11351614美元！

本书致力于挖掘巴菲特有别于世界上其他亿万富翁之处。可口可乐公司前总裁唐·基奥（Don Keough）曾说过巴菲特为之奋斗一生的不是金钱而是价值，这的确是巴菲特最坚定的信念。

巴菲特的职业生涯记录很好地说明了这一点。他的第一只投资基金——巴菲特合伙股份公司在1956～1969年保持了32%的税前年平均回报率。在这一由100人组成的合伙关系结束后不久，巴菲特开始着手把伯克希尔-哈撒韦公司从一家纺织工厂改造为一家控股公司——一辆在华尔街所向披靡、无人比肩的“投资战车”。当巴菲特买进最初200股伯克希尔-哈撒韦公司的股票时，股价只有7.50美元/股，加每股10美分的佣金。1965年，巴菲特获得了伯克希尔-哈撒韦公司的控股权，当时公司的股价为12～15美元。在巴菲特掌舵伯克希尔-哈撒韦公司的42年间，伯克希尔-哈撒韦公司每股账面价值增长率是标准普尔500指数增长率的两倍。许多人从巴菲特开始涉足股市之日起，就一直跟随着他投资，如今他们或他们的继承人仍唯巴菲特马首是瞻。

虽然巴菲特的影响力和财富与日俱增，但他仍然保持着一贯的直言不讳、正直、乐观和风趣。《经济学人》把巴菲特对于所罗门公司政府债券欺诈案的处理描述为“及时、坦率和平和”，[3] 这恰恰是他一贯的处世之道。他信奉简单的智慧，但我们不能因此低估他的智

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

商、知识或决心。而且巴菲特为自己制定了非常严格的准则，并一直恪守这些准则。

我猜想巴菲特是刻意用通俗的语言和比喻的形式来阐明自己的观点，以便能更好地和我们这些非专业人士沟通。如果他任由自己的专业词汇和智慧泛滥的话，我们中的许多人可能会听得一头雾水。

尽管巴菲特总是彬彬有礼，但他不会在一些他不感兴趣、看起来没有价值或触及他的道德底线的项目、观点或人上面浪费时间。当他的耐心消耗殆尽时，他也会表现出不耐烦。例如，尽管他很少表达针对某人的批评，但他对于那些过于信奉投资理论，却没有领会股票及股票市场本质的和潜在经济功能的学者不屑一顾。他还无法容忍那些诱导投资者去冒投机风险的投资顾问。除此之外，报道失实、不当的报纸杂志也会使他怒发冲冠。

人们愿意聆听巴菲特的演讲，看他写的文章。股东、家庭成员和朋友涌入奥马哈参加伯克希尔-哈撒韦公司年会，聆听他的演讲。从四面八方汇集到这座小镇的投资者忠诚地追随着巴菲特，那些最早买入伯克希尔-哈撒韦公司股票的投资者更是其中的中坚分子。

20世纪80年代早期，伯克希尔-哈撒韦公司股票的成交价大约在500美元左右，只有15位股东参加年会。到20世纪80年代晚期，伯克希尔-哈撒韦公司的股价徘徊在2500美元左右，大约有400位股东参加年会。20世纪90年代，随着与会者人数不断增加，巴菲特不得不转移到越来越大的会议场所来召开年会。到2006年，1万名巴菲特的忠实追随者使得奥马哈最大的会议中心——奎斯特中心座无虚席。

已经与世长辞的红杉基金（Sequoia Fund）的创办者威廉·鲁安自从于格雷厄姆在哥伦比亚大学举办的研讨会上结识巴菲特后，便和他成为朋友。鲁安这样描述巴菲特的演讲水平：“巴菲特是一个天才，他的演讲如此深入浅出、简明扼要，至少在当时，你能完全理解他所说的一切。”

“巴菲特的天赋在于他总是有超前的想法，”微软公司主席、伯克希尔-哈撒韦公司董事会成员比尔·盖茨这样写道，“这要求我们不仅仅去实践这些格言，更要把它们铭记于心，而巴菲特的确有许多格言值得我们铭记于心。”[4]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特爱讲故事的习惯曾一度使他受到谴责。有一次，他作为专家证人在一起联邦案件中出庭作证，律师问了他一个问题，法官打断了律师的提问，说："巴菲特先生，请不要再告诉我们另一个故事！"巴菲特表示抗议，强调这是他一贯的表达方式。法官叹了口气，表示默许，于是巴菲特又长篇大论了一番。[5]

必须指出的是，我曾多次采访巴菲特，或在不同的场合遇见他，我承认自己很欣赏他，这也许会使读者认为我会尽量把巴菲特最好的一面呈现给大家，但这并不是我的目的。我想呈现他与众不同的思考方式，让读者做出自己的价值判断。为此，我在书中收录了一些事件，在这些事件中，巴菲特的行为让人难以理解；本书还收录了其他人的观点，他们认为巴菲特并不是那么令人生畏。但我不得不承认这些素材都是以一种最友善的语言来呈现的，因为，如果我认为巴菲特身上没有什么值得挖掘的东西的话，我不会在本书上花费这么多的时间和精力。考虑到许多其他因素施加在他身上的巨大压力，他在"崇尚自我"方面的表现是值得赞赏的。

令人愉悦的适度幽默和善意是巴菲特性格的重要方面。他的父母显然曾经告诫他，如果不能正确地评价一个人，就不应该发表任何评价。他一直很信奉这一点。但他的性格中还带有一丝精明，认为自己所做的一切都必须是有意义的。因此，虽然他乐于接受各种观点，但除非你能提供新的、有建设性的、补充性的信息，否则不太可能动摇他的观点。一些人由于年龄的增长获得了这种自信，而巴菲特的这种自信显然是与生俱来的，并且他总是时刻准备向别人灌输自己的观点。

我认为这本巴菲特言论集的书名还可以叫作《使投资者受益一生的人生箴言》。我把这些言论（包括一些出自巴菲特自己或别人口中的与他有关的轶事）比较笼统地分成若干章节，每一个章节又由一些小标题组成，每一个小标题的相应内容由引用一段或几段巴菲特的言论，再加上一个小故事或对一件事情的简短陈述组成。必要时，我会以适当的逻辑顺序重新组织这些引用的言论。我认为每一段言论都是研究巴菲特人生哲学的一条线索，而巴菲特正是通过恪守自己的人生哲学，来创造财富、管理财富和为自己以及许多毫不相干的人消耗财富的。书中还收录了重要朋友、家庭成员和同事的评论以及一些相关事件，这些人和事件都有助于使巴菲特的形象更为丰满，它们都在"巴菲特传奇"中扮演了重要角色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我试图通过对这些言论进行筛选、重新组织和润色，使读者获得对巴菲特人格魅力的感性认识。尽管本书收录的言论都是以对话的语气呈现的，但请记住，这些都是经过重新拼凑的，这意味着这些言论可能不一定按照原来的语序呈现，或者对一些相关问题的评论并不发生在相同场合，但为了行文的需要，我把它们组织在一起。此外，为了能方便读者追寻巴菲特的人生轨迹，本书末尾附有“巴菲特活动年表”（见附录C）。

我并没有把巴菲特的原话完全转换成书面语言，对此，我表示抱歉。但我认为，从某种程度上说，保留巴菲特原汁原味的表述，能使他的评论更有趣。但是，必须指出的是，尽管巴菲特善于演讲，但是当他没有讲稿、漫无边际地闲聊时，逻辑顺序显然也不是太严密——看来他的语法也不是毫无瑕疵的，但谁又能保证自己的语法是毫无破绽的呢？他以自己的方式表达赞同和反对，并加以强调。他一句话可以讲10分钟，用“和”连接每一个分句。当我觉得引用他的原话似乎能更好地表达我的意图时，我就完完整整地援引他所说的每一个字，甚至把一些语言中的瑕疵也原封不动地保留下来。而且，在可能的情况下，我会加强他所强调的句子的语气。

在极少数情况下，出于正确表达和文章篇幅的考虑，我稍微引用了一些其他文献中的例子。我还删除了一些语气词，或者对名词单复数形式和动词时态进行了修改以便使上下文一致。在绝大多数情况下，我都用括号对这些改动加以注明，如此谨慎是为了尽可能正确地表达巴菲特的意图，因为对于巴菲特来说，正确地被别人理解很重要。曾经有一次，我和他一同前往纽约，在他发表演讲几小时后，有人用电报传给他一篇有关他所发表的评论的文章，文章中有一处非常小但却非常重要的错误。巴菲特显然对此非常恼火，因为这个错误会在世界范围内被反复引用，而且还极有可能被录入许多研究数据库，用不了多久，便成为言之确凿的事实了。对此，他强调：“我并不认为我那么说过。”

因此，当我发现某些引用曲解了他的言论或认为他的言论有可能被曲解时，会在书中对这些容易引起歧义的言论展开讨论。

在本书的编撰过程中，我注意到他有一些有趣的行为模式。例如，巴菲特着手衡量了许多东西的价值——他曾经根据年龄对应的净值来计算送给妻子的订婚戒指的价格，而大多数人并不知道如何来计算自己的净值，或者即使他们知道如何计算，他们也会计算出一个负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的数字；他还喜欢诸如此类的假设——“假设你将在n年内（5年、10年……）去世，你打算如何安排余生”；由他执笔的年度信件非常通俗易懂，就像是为一位常年在度假的姐姐而写的；抑或他的投资建议是那么的言辞恳切，仿佛是为了劝诫那些20年都不会改变主意的、非常固执的人；“检票”和“积累求偿权支票”是巴菲特常用的比喻。

读者可能会发现一些我遗漏的细节。我非常想知道读者是如何解读本书的，并希望从他们那里获得改进建议。

薇拉·凯瑟[2]的忠实读者能立刻在巴菲特身上发现谦逊的智慧、稳重、深度和凌驾于别人之上的权威，这也恰恰是这位扎根于内布拉斯加州的小说家希望在与她志同道合的中部人民身上所看到的特质。但凯瑟并没有明确指出，中部人民究竟是心灵单纯还是天性完美无瑕。这也就是说，我们必须自己做出判断：真实的巴菲特究竟是怎样的一个人？

[1] 威尔·罗杰斯（Will Rogers）是美国著名的幽默作家、慈善家。——译者注

[2] 薇拉·凯瑟（Willa Cather，1873—1947）是美国文学史上第一位潜心描述美国拓荒运动的伟大女作家，出生在弗吉尼亚州，幼时随父母迁居到中西部的内布拉斯加州。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第1章　关于生活

只要身处内布拉斯加州的巴菲特谈到股市、商业道德或价格的本质时，全世界就会竖起无数只耳朵专心聆听。他的言论通常超越了当前的问题，但总能得到广泛的认同。他的评论似乎触及我们生活的许多方面。尽管他跻身于世界上最富有的人之列，但他的朋友查理·芒格（Charlie Munger）说巴菲特是他所认识的、最幸福的人之一。在阅读巴菲特谈论如何成功地进行投资之前，让我们先来看看他所强调的更为重要的问题：精彩地生活、知足常乐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

奥马哈在哪里？是怎样的一个地方

被父亲称为“工作狂”的巴菲特幼年时在奥马哈的公立学校上学。父亲霍华德·巴菲特当选为美国众议院议员之后，全家搬到首都华盛顿，但年幼的巴菲特很渴望能回到家乡奥马哈。

我得了严重的思乡病，我告诉父母自己躺下来时几乎无法呼吸。我让他们不要担心，安心去睡觉，但我几乎彻夜未眠。

最终，他们只好让12岁的巴菲特回到奥马哈，和爷爷一起住到学期结束。[1] 一些人把奥马哈称为“美丽的小岛”，显然，巴菲特非常认同这一点。

后来，巴菲特先后进入宾夕法尼亚大学沃顿商学院和哥伦比亚大学研究生院学习。他曾在纽约为格雷厄姆-纽曼公司（Graham-Newman Company）工作，但在1956年年初，即巴菲特25岁时，他回到奥马哈定居：

我曾在纽约和华盛顿居住过，但纽约拥挤的交通浪费了太多时间。我可以搭乘飞机花3小时飞到纽约和洛杉矶享受大城市的繁华，但我无法忍受住在那儿。[2]

我认为这里（奥马哈）是一个更适合居住的地方。当我回到纽约工作时，曾经一度觉得这座大都市始终充满着触动我的精彩刺激，使我表现出一如既往的亢奋，并开始融入其中。但用不了多久，我的行为就会不受控制，变得疯狂。我想还是这里更适合思考。[3]

巴菲特的小儿子彼得是一位音乐家，他写了一首歌——《内布拉斯加州》，这首歌表达了对内布拉斯加州——美国中部地区的热爱。彼得这样诠释自己的作品：“它表达了我对于家乡的强烈情感，它是我的依靠、归属和精神源泉。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以自己想要的方式生活

巴菲特说："证券投资吸引我的地方之一就在于能以自己的方式生活，而不必穿得像个成功人士。"[4]

我无法忍受一生之中有什么东西是我想要却无法拥有的。[5]

难道巴菲特的生活方式仅仅表现为随心所欲地生活吗？

赚钱要比花钱容易。[6]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

想吃什么就吃什么

巴菲特的饮食习惯，代表了典型的、美国人的饮食习惯。

关于食物和饮食，我的偏好很早就无法挽回地形成了——那是一次为了庆祝我5岁生日而举行的、成功的野餐会的结果。当时，我们大吃热狗、汉堡包、软饮料、爆米花和冰淇淋。

巴菲特的得意之作是酵母圣代冰淇淋：把许多好时巧克力浆倒在香草冰淇淋上，然后把麦芽奶粉撒在上面，就大功告成了。他通过精确计算证明了他的配方能提供适量的卡路里[1]：

这一配方会产生过多的卡路里。但假设你每天的基础新陈代谢要消耗2800卡路里，通过简单的算术计算，可知每年你能（事实上是你必须）消耗超过100万卡路里。根据我的实际情况，假设我还能活25年，这意味着为了避免因为饥饿而过早去世，我必须吃进2500万卡路里。那为什么我不能享受这种美食呢？[7]

然而有时，美食当前，却依然难敌成本考虑。有一次，有人在餐会上向巴菲特推荐一杯高价红酒。巴菲特握着杯子，幽默地回答道：

不用，谢谢，我宁愿握着钱。[8]

[1] 1卡路里=4.184焦耳。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要有业余爱好

投资对于巴菲特来说既是工作也是娱乐。他把找到合适的投资对象比作“捕获珍稀而敏捷的猎物”[9]。

工作之余，朋友、家庭和桥牌丰富了他的业余生活。他在一些特定场合与家人、朋友聚会，比如参加为女儿举行的庆祝会，祝贺她因为重建玫瑰剧院所做的大量工作而获得奥马哈基督教女青年会颁发的奖章，以及参加比尔·盖茨在夏威夷拉奈岛举行的婚礼等。

每隔一年，他会组织巴菲特社团（Buffett Group）的成员聚会，这些人都是他的老友兼密友。尽管他在背部受伤后不再打壁球，但仍偶尔打打高尔夫。在1996年的年会上，人们注意到巴菲特苗条了许多。对此，他解释说这都归功于自己开始在跑步机上锻炼身体。听众还注意到他不再喝原味可乐或樱桃口味可乐，而改为喝健怡可乐。

桥牌是巴菲特最痴迷的爱好。在专业教练的指导下，他的牌技已提升到一个新的水平。他对这项游戏如此痴迷，他说：

不玩桥牌的年轻人犯了一个严重的错误。[10]

在《福布斯》杂志出版商马尔科姆·福布斯（Malcolm Forbes）——这位以奢华和夸张著称的富翁因突发心脏病去世的前一天晚上，巴菲特还和他一起打桥牌。那晚他们在福布斯位于伦敦的豪宅打牌，由“美国公司六巨头”CASH（Corporate America’s Six Honchos）迎战英国议会议员。CASH队的成员有巴菲特、福布斯、贝尔斯通公司（Bear Stearns）主席艾伦·格林伯格（Alan Greenberg）、哥伦比亚广播公司（CBS）主席劳伦斯·蒂施（Laurence Tisch）等。他们从早上一直打到傍晚，CASH队一开始输给了上议院的议员，后来又赢了下议会的议员。巴菲特说：

打桥牌时，我心无旁骛。[11]

我总是说如果能在监狱里找到三个会打桥牌的狱友，我并不介意坐牢。[12]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的桥牌教练——沙伦·奥斯伯格（Sharon Osberg）是一位曾两度夺得世界冠军的国际桥牌大师。巴菲特是通过牌友卡罗尔·卢米斯（Carol Loomis）认识他的，他推荐巴菲特用计算机通过ImagiNation这个网络在家里和全美各地的朋友打牌。

一开始我对计算机心存恐惧，总觉得它好像会咬我一口似的。但万事开头难，一旦开始了就发现其实也很简单。

借助计算机，巴菲特现在可以和居住在加利福尼亚卡梅尔的姐姐、姐夫以及一些住在华盛顿的社会名流一起打牌。他甚至还可以和微软公司创始人比尔·盖茨的父亲威廉·盖茨爵士（一位西雅图的律师）一起打牌：

如今借助于网络，和一些过去经常一起打牌的牌友组成牌局变得更容易。唯一的区别在于，我们如今都相隔千里。有一个星期日，我一连打了6个小时。在过去面对面的牌局中，我从来没有打得这么过瘾。[13]

对此，比尔·盖茨认为：

尽管事实上他一直刻意回避技术和技术投资，但一旦他使用过计算机，便欲罢不能。现在，很多时候巴菲特使用在线服务的频率比我要高。[14]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

充满激情

激情有时会使人乱花钱，它使巴菲特一时冲动买了架私人飞机“站不住脚号”。他曾考虑以他合伙人的名字将飞机命名为“查理·芒格号”，但芒格每次出行宁愿坐经济舱，也坚持不坐这架飞机。对此，巴菲特说：

我想我是爱上了这架飞机，我要把它带进坟墓。 15

巴菲特在纽约待了将近一年，帮助所罗门兄弟公司解决一些问题。从那以后，他开始把这架飞机叫作“不可或缺号”。 16

但狂热终究会过去。当伯克希尔-哈撒韦公司于1995年收购了奈特捷公司（NetJets Inc.）之后，巴菲特对私人飞机的狂热结束了，他和芒格都开始乘坐以持部分所有权形式拥有的公司喷气式飞机。如今，巴菲特对奈特捷这种运营模式仍给予高度评价。

一直以来，巴菲特对于软饮料有着难以割舍的情结，一开始喜欢百事可乐，后来喜欢可口可乐（确切地说，他喜欢樱桃口味的可口可乐）。巴菲特家族曾经举办过一个聚会，已故的苏珊·巴菲特当时把足足堆砌了3英尺[1]高的百事可乐空瓶镶嵌在窗口用来装饰入口。

苏珊曾说：“熟悉巴菲特的每个人都知道他身上流的不是血，而是百事可乐。他有时甚至以百事可乐当早餐。”

[1] 1英尺=0.3048米。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

志存高远

在一次伯克希尔-哈撒韦公司的年会上，有一位股东问巴菲特：既然他已经成为美国最富有的人，那么他接下来的目标是什么呢？巴菲特回答道：“这很容易回答，我接下来的目标就是要成为美国最长寿的人。”[17]

但他并不好高骛远。

我不会试图跃过7英尺高的横竿：我会环顾四周，寻找一根1英尺高的横竿，因为我知道这个高度是我能跃过的。[18]

投资者注意：沃伦·巴菲特正横穿街道

1996年的年会上，一位投资者问，如果巴菲特被卡车撞了，对伯克希尔-哈撒韦公司会产生怎样的影响。事实上，这个让人措手不及的问题出现的频率超过了早餐桌上出现吐司的频率。“我通常会说，我只能对那辆卡车表示遗憾。”巴菲特有时也会幽默一把。在过去的那些年里，他有过各种各样妙语连珠的回答，现部分摘录如下：[19]

1985年： 在一篇关于伯克希尔-哈撒韦公司对于所收购公司长远计划的文章中，巴菲特提到：“经理对公司负有义务，因此即使我个人过早地退出伯克希尔-哈撒韦公司的管理事务，投资者也没有什么可担心的。”[20]

1986年： “这是我每年都要被问到的、众所周知的‘卡车’问题。如果我今天被卡车撞倒，芒格会继续经营这个公司，你们不必抛售伯克希尔-哈撒韦公司的股票，我们的投资将会继续。”巴菲特还猜测：“伯克希尔-哈撒韦公司的股价可能在我离开公司的那一天上涨到一个季度或半年里的最高价。如果股价真的上涨这么多的话，我会非常失落。”[21]

1991年： “不管我在与不在，公司都能正常运行，因此我身在何处并不重要。”[22]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1993年： 媒体甚至有时会拿巴菲特的死亡来开玩笑。一位电视台记者问他希望自己去世后以怎样的方式被人铭记，巴菲特说：“我希望听到财政部长说，‘谢天谢地，他终于走了’。”[23]

1994年： “我已经公开宣布，我打算一直经营伯克希尔-哈撒韦公司，直至去世。但即使我去世，由于伯克希尔-哈撒韦公司一切已步入正轨，其他人也能胜任公司的管理工作。”[24]

1995年： 在年会上，一位听众说：“我打算购买伯克希尔-哈撒韦公司的股票，但我很关心发生在您身上的一些事情，因为我无法承受任何风险。”巴菲特答道：“我同样无法承受任何风险，所以您大可放心。”

2000年： 那位司机并不想成为马路杀手，但“如果不幸已经发生，那么我希望他没有在政府雇员保险公司（GEICO）投保”。[25]

2006年： 2006年巴菲特捐赠300亿美元慈善基金的计划让全世界为之震惊，股东获悉：巴菲特认为他终将去世，因此提早安排一切。几年前，巴菲特宣布他的儿子霍华德将成为伯克希尔-哈撒韦公司的主席，几位现任经理人将接管公司的运营。人们普遍认为管理政府雇员保险公司投资事务逾25年的刘易斯·辛普森（Louis Simpson）将管理伯克希尔-哈撒韦公司的大部分投资。在管理政府雇员保险公司期间，即使在一些宏观经济增长缓慢的年份，辛普森仍能使公司每年的增长幅度超过标准普尔500指数增长幅度的7%左右。有关当巴菲特无法处理投资事务时，辛普森将接管公司投资事务的传言，在2006年不攻自破。因为，巴菲特在当年的年度信件中写道，他打算启用更年轻的人来接替他的工作。因为虽然辛普森的能力很强，但他毕竟只比巴菲特年轻6岁，巴菲特希望能有一个更为长远的接班计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定位准确

巴菲特认为投资就像专业运动员打冰球那样，两者有异曲同工之处，他说：

正如韦恩·格雷茨基[1]所说的那样，要冲向冰球将要到达的位置，而不是它当前所处的位置。[26]

要想迅速游完100米的话，最好顺着大浪游，这比仅靠你自己的努力要轻松得多。[27]

[1] 韦恩·格雷茨基是加拿大著名的冰球运动员。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

专注于既定目标

如果我们乘坐列车从纽约前往芝加哥，我们绝不会中途在奥尔托纳下车。[28]

我总觉得研究公司失败要比研究公司成功能让我学到更多东西。商学院通常研究公司的成功，但我的合伙人芒格却说他希望知道哪里是自己的死穴，这样他就不会犯下致命错误。[29]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规划人生蓝图

巴菲特书桌上放着一本笔记本，上面写着：

除非发生核战，否则都要谨遵这一格言。[30]

1985年，巴菲特这样评价20年来为公司带来22%复合增长率的各种投资：

这就像经历了一个奢侈的青春期。[31]

在一次鸡尾酒会上，一位微醉的女士靠近巴菲特，含糊不清地说："我看见你身上堆满了钱。"

巴菲特告诉记者：

我并不以我赚的钱来衡量我的人生价值。其他人可能会这么做，但我肯定不会。[32]

从某种程度上讲，钱有时会让你的生活变得更有乐趣，但它无法改变人们对你的爱或你的健康状况。[33]

成功就是能拥有你所爱的人对你的爱。[34]

钱能使人摆脱窘境，但你无法用它买到真爱。[35]

好人最先成功：有时如此

《时代》杂志记者约翰·罗斯查德（John Rothchild）说："在财富金字塔的顶端，有石油大亨、房地产巨头、航运巨子和许多强取豪夺的资本家，但巴菲特是第一位靠股票投资跻身于财富金字塔顶端的人。"[36] 但罗斯查德忽略了一点：巴菲特白手起家，完全依靠自己创造了这一切。巴菲特从无名小卒跻身于最富有的美国人行列的这一奋斗历程毫无疑问将成为一个美国式的神话。忘记阿吉神话[1]吧，因为从此以后，自力更生、独立奋斗的成功人士的故事都将被称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为“沃伦·巴菲特传奇”。从1943年开始，他就是这样一步一步地攀升至《福布斯》美国400富豪榜。

1943年：　巴菲特告诉他的一位好朋友，他要在30岁时成为百万富翁，否则“我就从奥马哈最高的建筑上跳下去”。[37]

1982年：　沃伦·巴菲特以2.5亿美元的个人财富排在第82位。丹尼尔K.路德维格（Daniel K.Ludwig）以20亿美元的个人财富排在第一位，戈登·彼得·格蒂（Gordon Peter Getty）以14亿美元的个人财富排在第二位。

1984年：　巴菲特以6.65亿美元的个人财富排在第23位。排名第一的是格蒂，个人财富高达41亿美元，排名第二的是山姆·沃尔顿（Sam Walton），个人财富为23亿美元。

1985年：　巴菲特成为内布拉斯加州第一位资产逾10亿美元的亿万富翁，个人财富达到10.7亿美元，[38] 排在《福布斯》美国400富豪榜的第12位。沃尔顿以28亿美元位居第一，罗斯·佩罗（Ross Perot）以18亿美元排在第二位。

1986年，《美国新闻与世界报道》杂志公布了持有美国上市公司股份最多的100位个人或家族。巴菲特排名第八，沃尔顿家族排在第一位。巴菲特说：“你看他们计算得多么精确。他们唯一的遗漏就是没有把我昨晚在野马饼屋买的馅饼计算在内。”[39]

1988年：　巴菲特的净资产上升到22亿美元，但跌至排行榜的第九位。沃尔顿和约翰·克鲁格分别以67亿美元和32亿美元领先。

1989年：　巴菲特以42亿美元的个人财富迅速跃居第二位，约翰·克鲁格以52亿美元排在第一位。日本商业大王堤义明[2]以150亿美元成为全球首富。

1991年：　巴菲特以42亿美元位居第四位，排名虽然有所下降，但个人财富并没有减少。克鲁格仍以59亿美元位居第一位。刚入榜的比尔·盖茨以48亿美元的净资产排在第二位。

1993年：　巴菲特终于以83亿美元的个人财富上升至排行榜的第一位，比尔·盖茨以61.6亿美元排在第二位。[40]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1994年： 巴菲特的排名跌至第二位。巴菲特的财富仅上升到92亿美元，盖茨以93.5亿美元领先。

关于巴菲特和盖茨之间这场“谁是美国最富有的人”的激烈竞争，美国著名幽默政治专栏作家巴赫瓦尔德（Buchwald）发表过这样的评论：“虽然他们彼此之间很友善，但两人肯定暗中较劲。排在第一位的那个人，总要回头看看谁正从后面迎头赶上，而排在第二位的那个人则要费尽口舌向家人解释为什么会落后。” 41

有一段时期，巴菲特和盖茨曾轮流成为世界上最富有的人，但后来，盖茨终于将巴菲特远远甩在了后面。2006年，盖茨的净资产估计为500亿美元，而巴菲特的净资产仅为420亿美元。即便如此，两人也远远超越了其他竞争对手。世界上第三富有的人是墨西哥的卡洛斯·斯利姆·埃卢（Carlos Slim Helu），个人净资产为300亿美元。但风水轮流转，2007年，斯利姆成为世界首富。[3]

[1] 阿吉神话是美国俚语，是关于一个白手起家、奋斗不懈而终于成功的富翁的故事。——译者注
[2] 堤义明，日本西武集团创始人。——译者注
[3] 2018年3月6日，《福布斯》发布全球亿万富豪榜，巴菲特的净资产为840亿美元。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

诚实

巴菲特告诫儿子霍华德：

建立声誉要花20年的时间，但毁掉它只需短短的5分钟。你只要想到这一点，处事之道就会有所不同。[42]

在任何情况下都不要说谎，不要理会律师的话。如果你让律师介入，他们基本上都会让你保持沉默。但事实上只要你所说的就是你亲眼所见的真相，你不会有任何麻烦。

但有时，谎言可能并非是有意的。这里有一个与尼古拉斯·肯纳（Nicholas Kenner）有关的故事。在1990年年会上回答股东提问的过程中，巴菲特受到了这位来自纽约、年仅9岁的股东的质询，他拥有伯克希尔-哈撒韦公司11股股票，质疑为什么他当时以6600美元买进的伯克希尔-哈撒韦公司股票现在跌到这么低的价位。巴菲特在随后发表的一年一度的致股东信中提到了这个问题。尼古拉斯又出现在随后一年的年会上，并提出了一个更为尖锐的问题。尼古拉斯发现年度信件错误地把他的年龄写成了11岁，而实际上当时他只有9岁，因此他问："我如何才能知道后面（财务报表中）的数字是正确的呢？"巴菲特承诺他将以书面形式给予回复。[43]

如果偶尔没有恶意的谎言能刺激伯克希尔-哈撒韦公司旗下时思糖果（See' s Candy）的销售的话，是可以被宽恕的。对此，巴菲特说：

当公司业绩下降时，我们散布传闻说我们的糖果有壮阳的效果。这一招非常有效，我指的是这一传闻，而不是糖果本身。[44]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

请说出事实的真相

巴菲特对于记者的严格要求最早可以追溯到他当报童的那些年月，他曾是一个严格要求自己的报童。巴菲特后来由于一篇调查报告获得了1973年的普利策奖，成就了一段佳话。这一切都始于1969年，当时巴菲特收购了奥马哈当地的一份周报——《太阳报》。那时，他听到一些关于“弗拉纳根男孩城”[1]的传闻。“弗拉纳根男孩城”是一个为无家可归的男孩提供庇护的非营利组织，传言它通过博取同情的演讲积累了大量捐款，但并没有把这些钱用于帮助那些可怜的孩子。

巴菲特获悉，根据美国国税局（IRS）的新规定，要求慈善基金填写报表990，公布其资产状况。《太阳报》的记者取得了一份“弗拉纳根男孩城”的IRS档案复印件，足以证实这一传言。于是，巴菲特和记者进行了认真讨论、周密部署。他们一直暗中开展调查工作，甚至有时就在巴菲特家的地下室工作。正是由于保密工作到位，这篇长达8页的调查报告才能在出版之前没有走漏任何风声，从而收到了如此震撼的效果。

《太阳报》的发行人、后来担任《水牛城日报》发行人的斯坦·利普西（Stan Lipsey）强调：“没有巴菲特，就没有这则传奇性的调查报告，就不会有普利策奖，这都是他的功劳。是他告诉我们关于报表990的细则，并帮助我们分析了男孩城高达2.19亿美元的巨额资产。”45

后来，男孩城重新获得了公众信任，并扩展为女孩和男孩城，在全国19个不同地区设立分支机构，在治疗、关怀被虐待、被遗弃和被忽略的孩子方面仍保持领先地位。

尽管巴菲特一生都在和报纸打交道，但他认为和记者打交道是危险的：

和记者打交道的可怕之处在于：现实生活中，没有人会真的想要在背地里捅你一刀，但如果某些记者曲解了事实，借助媒体的力量，他们完全可以让你身处类似的险境。如果你遭到刺杀，可能还能指望

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

医生施以治疗以缓解痛苦，但在后一种情况下，你只能自己来面对。46

一档名为《名人富豪的生活方式》的电视脱口秀节目便误导了观众对于巴菲特的理解。巴菲特的朋友看到罗宾·里奇（Robin Leach）在节目中对于巴菲特的描述都十分吃惊，因为炫耀财富绝不是巴菲特的习惯。

据说，巴菲特告诉他的朋友："事实上，我和你们一样大吃一惊。我从未和罗宾·里奇打过交道，他甚至没有向我发出过任何上节目的邀约。但莫名其妙地，我就出现在他的节目中了。"

里奇反驳了巴菲特的话，他说："巴菲特绝对清楚我们所做的一切。这虽然不是一个面对面的采访，但我们所做的一切都是经过他同意的。这就是为什么只有我们独家播放了这一访谈。"（事实的真相是，在伯克希尔-哈撒韦公司年会之前，奥马哈的波珊珠宝商店邀请《名人富豪的生活方式》节目组拍摄在周日举办的百达翡丽名表展。巴菲特同意接受里奇关于这个展览的采访，但摄制组从未到过他家，巴菲特并不知道有这么一个与他有关的节目正在策划中。 47 ）

[1] 1917年，神父弗拉纳根（Father Flanagan）创办的非营利组织，以帮助无家可归的男孩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

写给《华尔街日报》的信

2003年8月15日，《华尔街日报》在头版刊登了一篇关于巴菲特以及他帮助阿诺德·施瓦辛格竞选加利福尼亚州州长的文章（详见第2章）。文章暗示巴菲特认为加利福尼亚州应该实施更高的财产税，以便与奥马哈所执行的税率相一致。但事实上，巴菲特试图表达的信息是：加利福尼亚的财产税是没有依据的、是不公平的。这篇包含错误信息的文章被迅速地传播到全世界，对此，巴菲特很不高兴，于是，他提笔写了一封信给《华尔街日报》，全文如下。

2003年10月7日

纽约市自由大街200号（纽约10281信箱）

《华尔街日报》总编保罗·斯泰格尔先生　收

亲爱的斯泰格尔先生：

8月15日的《华尔街日报》上刊登了一篇有关我的文章，这篇文章是以一位记者对我的专访为基础的，当时采访的内容主要是关于我帮助阿诺德·施瓦辛格参加竞选的事宜。但这篇文章严重误解了我的言论，造成了深远的负面影响。出于以下一些我将加以说明的原因，今天我不得不写信给您。

这篇刊登在贵报头版的文章有一个醒目的标题，开头几段全部都是与加利福尼亚税收有关的内容。其用意很明显：税收毫无疑问是竞选的关键问题。

在接受贵报记者乔·哈里南采访的过程中，一开始，我便要求他对采访进行录音，但他说录音设备坏了。因此，如今您若要和他对质我接下来所说的一切是否正确，就只能依赖于他的笔记了。但我并不指望您能找到什么出入，因为他曾要求我多次重复一些我所提到的关键数字。

关于财产税，我的观点是非常明确的。我给他举了一个“三幢房子”的例子。假设第一幢位于拉古纳海滩的房子是我在20世纪70年代早期买的财产，它当前的市值大约为400万美元。由于第13号提案[1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的局限性，我在2003年和2002年分别只需要缴纳2264美元和2241美元的财产税。第二幢房子就坐落在第一幢房子的后面，我购于20世纪90年代中期，如今市值大约为200万美元。仅仅由于买入的时间较晚，我就必须在2003年和2002年分别缴纳高达12002美元和11877美元的财产税。我对乔指出，这些数字说明第二幢房子适用的税率大约是第一幢房子适用的税率的10倍，而这两幢房子有相同的位置、相同的所有者和相同的支付能力。

然后我又提到了位于奥马哈的房子，我认为这幢房子大约值50万美元（尽管它的估值为大约69万美元）。我为这幢房子缴纳的财产税在2003年为14401美元，2002年为12481美元。

我很高兴在我们交谈的基础上，乔理解了我所举的例子中两个非常重要但毫不复杂的观点：

（1）加利福尼亚州的住宅财产税是非常反复无常的，这体现在它们取决于财产购买的日期，而不是财产的价值或所有者的财务状况。

（2）对于自有房房主长期拥有的房产，奥马哈的住宅财产税要高于加利福尼亚的住宅财产税。

但是，文章中写道，我在采访过程中说：“这个财产税例子告诉你，你能从中得出某些结论。”这句话在语法上显然是不通顺的。但这一评论却被两篇关于财产税的观察评论文章完整地引用。

然而，文章中却完全没有提及我所说的第二幢位于拉古纳海滩的房子，也没有提及加利福尼亚的税收不平等。相反，标题、文章的主体以及引言都让人觉得我仅仅在谈论奥马哈和加利福尼亚之间的税收差异。

可能您很难理解这种删减会有什么影响。假设记者问一位候选人一个财政问题，得到了这样的回答：“支出增加10%，税率下降10%——你应该能从中得出某些结论。”如果记者只引用了这句话中有关税率改变的这部分内容，便紧接着写道，“你应该能从中得出某些结论”，那么就会严重地误导读者。

几天后当贵报的社论专版错误地信赖了之前那篇报道的准确性和完整性时，之前那篇文章的严重错误就变得更为复杂了。这篇社论的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

许多观点与之前那篇文章如出一辙，这不足为奇，因为社论的作者阅读了完整的访谈记录。但如果他真正理解我所说的那两个要点的话，他的分析应该至少和之前的那篇文章有一些区别。例如，在社论的第二段中有这样的表述：“毫无疑问，在奇科市没有任何一位亿万富翁会赞赏巴菲特先生的慷慨无私，因为如果政府采纳巴菲特先生的建议的话，意味着他们必须支付高昂的财产税。”如果作者理解我真正谴责的是加利福尼亚的税收不平等，就不应该出现这样不知所云的表达。我的确很同情那些亿万富翁，因为如今他们在奇科购买价值30万美元的房子所要缴纳的住宅财产税，要远远高于我这位居住在其他州的亿万富翁为位于拉古纳海滩、价值400万美元的房子所缴纳的住宅财产税。根据第13号提案，他们缴纳的超额税款将用于资助其他地区的纳税人。

并非只有贵报的社论专版从那篇文章中得出错误、片面的结论。《奥马哈-拉古纳》由于一篇关于我建议提高加利福尼亚财产税税率的文章而迅速成为一份全球发行的报纸。在那篇文章中，丝毫没有提及我认为财产税的征收应该建立在更加平等的基础上。当我随后向贵报记者凯文·赫利克尔指出贵报的这篇文章如何误导读者时，收到一封来自乔·哈里南的电子邮件，邮件中说我“可能会有兴趣再次接受采访，以便对之前的观点做进一步扩展”。具有讽刺意味的是，这位提出要“扩展”我的观点的记者恰恰就是那位以一种误导读者的、不公正的方式任意删减我的观点的人。毫无疑问，新的采访可能会使这一问题变得更为复杂，因为贵报并没有对之前的错误做出明确的道歉，这就意味着是我在出尔反尔地改变自己的观点，以避免造成对阿诺德不利的政治影响。对此，我仍持有同样的观点：如果贵报不对此做出表态的话，我不会再写信给您，相反，我会一直谈论税收问题，直至我们获知你们将做出澄清的确定日期，以确保不会影响选举。鉴于贵报对于我的观点的混淆已经对公众产生了如此广泛的影响，我打算把这封信长期放在伯克希尔-哈撒韦公司的网站上。我还计划在我定期授课的新闻从业人员的培训班上把这件事作为一个“报纸如何犯错误”的案例来讲授。

如果贵报对我的这封信做出任何回应的话，我会很乐意把它全文刊登在我们公司的网站上。如果我真的打算要把这件事作为一个反面案例的话，我还要把它打印出来分发给新闻从业人员培训班的记者学员。如果贵报觉得我的这封信还有任何可取之处的话，我希望您也能将它全文刊登在贵报上。记住，千万不要做任何形式的删减！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

沃伦·巴菲特

[1] 美国加利福尼亚州于1978年通过的旨在降低财产税的州宪法修正案。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

培养良好品格

直到你发现这些习惯是如此难以改变时，你才发现原来自己有许多习惯。 48

品格是可以培养的。巴菲特说，假设你是一名学生，你可以在班上挑选一名其他同学，获得他终生收入的10%；同时，你还必须选择另一名同学，把自己终生收入的10%付给他：

有趣的是，当你斟酌头脑里浮现出的各种各样的想法时，你并不会考虑那些连你自己都无法实现的能力。你不会考虑有谁能跳7英尺高，有谁能将球踢出65英尺远，有谁能背出圆周率小数点后的300位，等等。你考虑的是一个人性格中所有品质的综合。事实上，每一个人都能具备所有的那些品质，但这在很大程度上取决于一个人的习惯。我以前的上司格雷厄姆在12岁时，记下了他在别人身上看到的、所有他欣赏以及讨厌的品质。他审视自己的清单，发现没有任何与9.6秒内跑完100码[1] 或跳7英尺高有关的记录，它们全部都是决定你能否成为某一类人的习惯。 49

如果你周围总是有比你优秀的人，你会有所进步；但如果你周围都是一些不如你优秀的人，这会使你倒退。 50

[1] 1码= 0.9144米。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相信自己

当20岁的巴菲特到父亲位于奥马哈的经纪公司上班时，一位朋友想知道这家公司是否将更名为巴菲特父子公司。巴菲特回答道：“不，它将更名为巴菲特子父公司。” 51

巴菲特实事求是地说：

我从不缺乏自信，也从不气馁。 52

我一直坚信我会成为有钱人，对于这一点，我从未动摇过。 53

1956年，当26岁的巴菲特和别人合伙成立自己的第一家公司时，他告诉投资者：

我要建立一家合伙公司，通过这家公司，用自己和你们的钱进行证券投资。我保证你们能获得5%的回报，扣除给你们的回报后，我将获得剩余利润的20%。我会交出令你们满意的成绩单，但我希望能有足够的自由和隐私。例如，当我离开办公室去参加高尔夫培训时，并不希望你们一直跟着我，盯着我如何练习打高尔夫球。 54 [1]

我有自己的评价标准。如果我做了一些别人并不认同但自我感觉良好的事情，我会觉得很高兴；如果我做了一些别人赞许但自己不满意的事情，我会觉得很沮丧。 55

当被问及他是如何拥有投资于那些其他投资者避之不及的公司的自信时，他说：

归根结底，我只相信自己的眼光。 56

[1] 这段言论出自某人对于巴菲特所发表言论的回忆。事实上巴菲特并没有承诺5%的回报，但这家以合伙形式成立的公司在巴菲特赚到钱以前，就在以前积累的基础上，给有限的少数合伙人分红。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不要过于自信

可能大多数人都和高中时的巴菲特一样：

我既不是班上最受欢迎的孩子，也不是最不受欢迎的孩子，我毫不起眼。[57]

巴菲特从哥伦比亚大学研究生院毕业后，想在格雷厄姆的格雷厄姆-纽曼公司工作（不要薪水）：

格雷厄姆习惯性地计算了我的价值和开价后，拒绝了我。[58]

多年以来，巴菲特都在伯克希尔-哈撒韦年会期间举行的奥马哈皇家队的棒球比赛中投出开场球。在一场比赛前，孩子们争相索取他的亲笔签名。但遗憾的是，那次巴菲特的开场球投得不是很好，他说：

我朝看台上望去，看见那些孩子正在擦掉我的签名。[59]

一位记者说巴菲特总是穿着廉价衣服，这使他觉得受到了伤害，自我解嘲道：

我买的可都是昂贵的衣服，只不过穿在我身上看起来显得廉价罢了。[60] 曾经有几年巴菲特总是穿着全棉衬衣、休闲裤和运动夹克，后来，他开始穿着正装。他选购意大利的杰尼亚成衣西装，一套杰尼亚西装售价大约为2000美元。[61]

在入选奥马哈商界名人纪念馆的发言中，巴菲特说他想感谢自己的发型师、形象顾问和私人礼仪顾问，但仍不忘幽默一把：

当他们审视自己的作品时，他们要求我不要说出他们的名字。[62]

奥马哈记者俱乐部向巴菲特展示了一幅詹姆斯·霍兰创作的讽刺漫画，巴菲特看到后开怀大笑：

几乎任何人都要比镜子中的自己好看得多。[63]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特和内布拉斯加州州长之间曾经有一个有趣的小插曲。当州长公布了内布拉斯加州政府福利彩票的中奖者名单后，巴菲特兴奋地挥舞着中奖的彩票存根，冲到台上。州长问巴菲特打算怎么花这笔飞来横财，巴菲特说："我想我会用来买第二组彩票，"兴奋的巴菲特停顿了一下，补充道，"如果还剩下足够的钱，我会买把梳子。"[64]

巴菲特的商业伙伴芒格是一个注重穿着的人，他说："巴菲特的穿着品位为商界带来了不少乐趣。"[65]

当一位股东问巴菲特，他是否知道自己有多么受欢迎时，巴菲特回答道：

也许我应该让我的发型师把剪下来的头发保存起来。[66]

有人提醒巴菲特作为大众偶像，他的一举一动受到密切关注。对此，他说：

我会关注自己的一举一动，但不会因此受到束缚。[67]

选择适合自己的偶像

巴菲特说："如果一生之中能找到适合自己的偶像，你无疑是幸运的。从某种程度而言，我建议你们大家尽可能选择适合自己的偶像，而不是以世俗的眼光判断他们正确与否。"

在巴菲特的崇拜对象中，有父亲霍华德、参议员贝拉克·奥巴马、作家菲利普·费雪（Philip Fisher）、良师益友比尔·盖茨和格雷厄姆。为什么他把这些人作为自己的偶像呢？[68]

霍华德·巴菲特

关于父亲，巴菲特说："他教导我必须做能登上报纸头版的轰动之举。我认为父亲是世界上最棒的人。"[69]

巴菲特的母亲这样解释这对父子之间的关系："巴菲特和他父亲一直都是最好的朋友，父亲是巴菲特心目中的英雄。霍华德是一位好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

丈夫、好父亲，他从来都不惩罚孩子们，他通过讲道理和劝诫来教育孩子们。” 70

巴菲特回忆起，父亲曾在众议院发起了一场并不被看好的关于劳动强度的表决，之后不久，他参加了在当地举行的一场棒球赛的开幕式。当主持人介绍众议员霍华德时，人群中嘘声一片。巴菲特回忆道：“他沉着应对这一切，他并不指望世俗的看法能在一夜之间改变。” 71

巴菲特的父亲是一名坚定的共和党人，还是约翰·伯奇协会[1]的成员。老巴菲特对于美国在世界舞台上所扮演的角色有着坚定不移的、独特的看法。他曾在众议院发表的一次演讲中说道：

即使这真的是众望所归，美国也不具备足够强大的力量，以至于能用武力维持世界秩序。如果我们试图这样做，则对自由的向往终将被暴政和高压政治所取代。基督教的信仰无法用美元和枪炮传播到其他大陆，劝诫和身体力行的示范是拿撒勒的木匠（耶稣）[2]给我们的启示。如果我们信仰基督教，我们应该努力以他的方式来实现我们的理想。 72

沃伦·巴菲特最终摒弃了保守派的政策主张：

我基本上倾向于支持民主党，因为我认为民主党在20世纪60年代早期有关公民权利方面的主张和我的观点非常接近。我并不参与政党路线的表决，但可能我为民主党候选人投的选票要多于为共和党候选人投的选票。 73

在生产方面我支持共和党的主张，但在分配方面我支持民主党的主张。 74

参议员贝拉克·奥巴马

对于他，有一点我深信不疑，我并不是经常会有这样的感觉的，他是我所见过的人中非常有能力的一个人，他的人生轨迹对所有的美国人都产生了重要影响。 75

菲利普·费雪[3]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现代投资管理理念的杰出思想家之一费雪是《怎样选择成长股》（Common Stocks and Uncommon Profits）和《保守型投资者夜夜安寝》（Conservative Investors Sleep Well）的作者。巴菲特说自己是85%格雷厄姆和15%费雪的综合体。 76

从他（费雪）身上我理解了闲聊法[4]的价值所在：通过和竞争对手、供应商、顾客交谈，能发现一个产业或一个公司究竟是怎样运行的。 77

比尔·盖茨

我没有资格评价他的技术能力，但我认为他的商业头脑也是出类拔萃的。如果盖茨靠卖热狗发家，那他也已经成为世界热狗大王了。我相信他会赢得任何竞争，在我这一行中也能做得很好，但我却未必能在他那一领域做得像他那么成功。 78

关于盖茨和微软在填补计算机软件空白方面的前景，巴菲特说：我打赌，他一定会成功，相信他不会让任何人失望。 79 [5]

本杰明·格雷厄姆

巴菲特说：“格雷厄姆是我所认识的最聪明的人。” 80 [6]

[1] 约翰·伯奇协会是战后美国出现的一个极右组织。——译者注
[2] 《圣经》中说，拿撒勒的木匠约瑟夫的未婚妻玛丽亚生下圣子耶稣，耶稣在30岁以前是一位拿撒勒的木匠，所以这里“拿撒勒的木匠”指的是耶稣。拿撒勒是一座位于巴勒斯坦地区北部的古城。——译者注
[3] 费雪的儿子肯尼思是《福布斯》杂志的专栏作家。
[4] 费雪通过“闲聊法”评估公司价值，所谓闲聊，就是通过与不同的合适对象谈话以获得目标公司的信息。——译者注
[5] 巴菲特的确有两次在盖茨身上押了很大的赌注。第一次，他邀请盖茨加入伯克希尔-哈撒韦公司的董事会；第二次，他把自己的巨额财富转移到比尔和梅琳达·盖茨基金会（详见第6章）。
[6] 1英亩= 4046.86平方米。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不要上当

可能来自法国一座面积只有8英亩的小葡萄园的葡萄确实是世界上最好的葡萄，但我一直怀疑这杯酒中99%都是言过其实的溢美之词，只有1%才是真材实料的葡萄。[81]

在接受CNBC的采访时，巴菲特被问及：“你真的有大约150亿美元的现金吗？”巴菲特回答道：“是的，但我现在身上没带这么多。”[82]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分享智慧

当比尔·盖茨向梅琳达·法兰奇求婚时，他和未婚妻一起飞到奥马哈，在巴菲特的波珊珠宝商店购买了订婚戒指。

“我不能给你任何建议或折扣，”巴菲特说，他一向以不遗余力推销自己公司的商品而闻名，“但在1951年，我为妻子买的那枚订婚戒指花掉了我净资产的6%。”[83] 尽管当时盖茨只有37岁，但已经是身家数十亿美元的超级富翁了，他净资产的6%大约为5亿美元。

巴菲特说他没有政治野心，但乐于帮助现任政府官员制定更好的目标。他提出了一项名为“3%”的优于平衡财政补救措施的解决方案：[84]

颁布一项宪法修正案，规定在在座每位代表和参议员的任期内，若我们的财政赤字超过GDP（国内生产总值）的3%，则你们都不具备参选资格。如果这项修正案能通过的话，那么国家的利益和立法者的利益就能立刻变得一致。

巴菲特说这项计划将造福国家，因为：

并不是债务本身压垮了个人、公司或国家，而是与收入增长相比，债务持续、过快地增加使我们陷入了困境。

他认为其他一些旨在控制国家债务的措施都不可能奏效，因为选民会反对现任政府官员通过缩减开支或增加税收来减少赤字：

我们不能指望有那么多圣人，足以组成一个规模庞大的组织，来反对有利于增加他们自身福利的举措。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不服老

退休计划？在我去世5年或10年后再说吧。 85

巴菲特认为那些和他共事的人，也拥有相同的心态：

我们觉得自己都是玛士撒拉[1]。 86

巴菲特把可口可乐公司的管理层比作常青树：

如果你还有出生于1927年的老朋友，那么就祈祷他们长寿吧。 87

当如今已仙逝的罗斯·布朗金[2]达到94岁高龄时，巴菲特说他不得不废除他制定的100岁强制退休的规定，这样布朗金夫人就能继续管理如今已被伯克希尔-哈撒韦公司收购的内布拉斯加家具市场，就仍能驾驶着高尔夫球车到处巡视。

优秀的经理人是如此稀缺，我不舍得让他们离开，因为他们的经验随着他们的年龄与日俱增。 88

我们发现很难教会新员工一些传统的技能，但我们不会面临太多类似问题。因为我们有非常优秀的经理，他们年复一年出色地工作，即便他们已经很富有，仍非常热爱工作。因为我们给了他们名垂青史的机会。 89

但近年来，巴菲特开始重用年轻人。他让微软的比尔·盖茨和雅虎的首席财务官苏珊·德克尔（Susan Decker）加入伯克希尔-哈撒韦公司董事会。巴菲特还开始物色一位忠心耿耿的、有天赋的年轻人帮助他管理伯克希尔-哈撒韦公司的投资业务，这位年轻人将极有可能成为巴菲特的接班人。

罗斯·布朗金——内布拉斯加家具市场掌门人

巴菲特认为身高约1.48米的罗斯·布朗金是奥马哈的象征，总是极力推荐来奥马哈的游客去拜访她，因为正是被人们亲切称为“B夫人”的罗斯·布朗金创建了巨大的、现代化的内布拉斯加家具市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特给研究生和其他一些想学习投资精髓的人上课时，他经常提到B夫人的判断力和职业道德。B夫人没有上过一天学，23岁时只身一人从俄罗斯来到美国投奔她的丈夫。

B夫人的商业格言是“货真价实、童叟无欺”。 [90]

巴菲特说：“即使她经营的只是卖爆米花的小摊，我也愿意和她做生意。”他收购了内布拉斯加家具市场作为送给自己53岁生日的礼物。 [91]

关于那次收购，B夫人是这么描述的：“一天，巴菲特走进来对我说：‘把你的商店卖给我好吗？’我说：‘为什么不呢？’他接着问：‘你想卖多少钱？’我开玩笑地说：‘6000万美元。’他马上到办公室拿了一张支票给我。我说：‘你是不是疯了？你的律师和会计在哪里？’他说：‘我更相信你。’” [92]

后来，盘点存货后发现这家商店实际价值8500万美元，但B夫人并没有提价，她说：

“我从不出尔反尔，但我的确大吃一惊。他当时没有丝毫迟疑，因此我敢打赌他之前肯定做过一番研究，他很清楚我这家商店的价值。” [93]

事实上，当巴菲特获悉B夫人有意出售公司后，和她儿子商量过收购的想法，以避免和她打交道时冒犯她。他们之间的交易建立在一份只有一页纸的合同的基础上，没有审计、没有详细财产清单，法律和会计费用合计只有1400美元。对于巴菲特来说，这是一次非常成功的投资。 [94]

B夫人这样评价巴菲特：“我认为他是最棒的。” [95]

然而令人遗憾的是，后来B夫人和家庭成员之间发生了纠纷，她和家庭成员间的长期不和成为当时奥马哈的热门话题。《奥马哈世界前锋报》对这一事件做了详尽的报道：“1989年5月3日，她一怒之下离开了内布拉斯加家具市场。她指责公司的实际管理者——她的孙子罗纳德·布朗金和欧文·布朗金——削弱了她在地毯分部的权力。” [96] 当B夫人把其中一个孙子斥为“希特勒”时，所有家庭成员都惊呆了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但B夫人很快就厌倦了待在家里无所事事的生活，于是1989年，她在离内布拉斯加家具市场仅一街之隔的地方开了一家占地6英亩的仓储式家具商店。在这件事情上，她没有一丝犹豫。当谈到她这项新事业的成功时，她说："巴菲特不再是我的朋友。我每年为他赚进1500万美元，但当我和我的孙子们意见不合时，他并没有站在我这一边。我开这家商店不是为了赚钱，而是为了报复。" [97]

后来，B夫人和她的家庭成员和解，也与巴菲特冰释前嫌。她把新开的商店连同11英亩的地皮以494万美元的价格卖给了内布拉斯加家具市场，重新回到了这个她一手创办的地方。作为这笔交易的一部分，B夫人可以继续在市场里管理地毯业务。

关于这场家庭纠纷，B夫人说："可能是我太不知足。"经营家具商店是非常辛苦的工作，她儿子苦苦哀求她不要这么拼命工作，于是她把商店卖了。

B夫人说："我的商店卖了500万美元，他们付给我的都是现金，而不是信用卡。我爱我的孩子们。"

巴菲特说："我宁愿和灰熊比摔跤，也不愿和B夫人以及她的子孙们较量。" [98]

巴菲特承认这件事情给了他深刻的教训，于是他再次请求B夫人签订终身非竞争条款，作为对10年前签订的那份内布拉斯加家具市场购买合同的补充。"当时我太年轻，没有经验。"62岁的巴菲特这样说。 [99]

1987年在奥马哈记者俱乐部发表演讲时，巴菲特用《共和国战歌》的曲调填入下面的歌词为B夫人即兴高歌一曲：

第一节

买进大都会的股票后，我们都认为会大赚一笔。

但当其网络排名第三时，我们发现一切并不是这么简单。

幸好如今伯克希尔-哈撒韦公司的重担，将由B夫人来分担。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

她坐着高尔夫球车前行。

合唱部分

哈利路亚，

让年轻人来接班吧。

如果我们变得富有，那都是年轻人的功劳。

她坐着高尔夫球车前行。

第二节

理想可能破灭，股价可能下跌，但我从不沮丧。

不管我把事情弄得多么糟糕，我都不会失败，因为B夫人会拯救我，

她坐着高尔夫球车前行。

第三节

《福布斯》炮制年度排行榜时，可能认为我是多么的光芒万丈，

但其实我只是轮子上的一个齿轮。

没有B夫人的鼓励，我会一直迷失自我。

她坐着高尔夫球车前行。 100

[1] 玛士撒拉是《圣经·创世纪》中的人物，据传享年965岁，用以比喻非常高寿的人。——译者注

[2] 罗斯·布朗金于1998年去逝，享年104岁。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第2章　关于朋友

理解友谊的真谛

我有6位密友，3位是男性朋友、3位是女性朋友。我喜欢他们、欣赏他们，我对他们是不设防的。[1]

巴菲特是如何定义友谊的呢？

我记得我曾问过从奥斯维辛集中营生还的一位妇女这个问题。她说她对于友谊的检验标准是：“他们会帮助我藏身吗？”[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为朋友打抱不平

一次，我在奥马哈俱乐部吃午饭，那是一家位于市中心的俱乐部，我注意到那里几乎没有犹太人。他们告诉我“犹太人有他们自己的俱乐部”。现在，奥马哈有不少犹太家庭，他们已经在奥马哈居住了100年，始终兢兢业业地为社会做出贡献，他们为奥马哈的付出不亚于我们任何人。但如今他们仍然无法加入这个俱乐部，而约翰·琼斯——一个联合太平洋公司的新晋中层管理人员，刚到奥马哈就能加入这个俱乐部。这完全不公平。因此我花了4个月的时间申请加入了犹太人俱乐部。这种歧视似乎是一种倒退，让我有些困惑，因此我认为自己必须做一些力所能及的事情来改变这一切。当我重新回到奥马哈俱乐部后，我告诉他们犹太人俱乐部如今不再全都是犹太人了。我还帮助两三位犹太人俱乐部成员申请加入了奥马哈俱乐部。如今我们消除了原来的隔阂。[3]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

辅佐州长施瓦辛格

2003年，巴菲特做出了一项出人意料的政治举动——他自愿担任共和党人、前宇宙先生、动作巨星阿诺德·施瓦辛格竞选加利福尼亚州州长的财政顾问。这是一次令人吃惊的政治立场的改变，因为长期以来巴菲特都支持民主党。就在2000年时，他还支持马萨诸塞州的参议员、民主党人约翰·克里参加2000年的总统大选。

当时，加利福尼亚州面临380亿美元的财政赤字和能源危机，这场能源危机部分是由于安然操纵市场而导致的。对自己的这一决定，巴菲特解释说：

我认识阿诺德已经多年，知道他会是一位杰出的州长。对于我们的国家而言，能否解决加利福尼亚的经济危机是至关重要的，我认为阿诺德能很好地解决这一切。 4

随后，幽默的巴菲特话锋一转，开玩笑地说：

阿诺德给自己找了一个替身演员，玛丽亚 [1] 都无法分辨他俩。 5

施瓦辛格说：“巴菲特正帮助我组建一支世界一流的团队，他们帮助我应对加利福尼亚的公司、投资者、就业机会创造者所面临的问题和挑战。” 6

施瓦辛格和老朋友巴菲特的结盟不失为一出高招，使他能和一直以来在加利福尼亚不受欢迎的总统乔治·布什划清界限。然而他们之间的联盟很快遇到了麻烦，出现了一些诸如《华尔街日报》那篇误导读者的文章之类的负面新闻（详见第1章）。

尽管受到一些小的干扰，施瓦辛格仍然顺利地当选为州长，并于2006年获得连任。巴菲特和他的合伙人芒格支持施瓦辛格，部分原因在于他承诺进行关于工伤赔偿的改革。工伤赔偿的滥用一直都是保险业的噩梦。1997～2003年，保险行业支付的工伤赔偿金额增加了3倍多。施瓦辛格当选为州长的最初6个月里，凭借工伤赔偿改革巩固了自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

己的地位。他通过立法，使保险行业的成本在2003～2006年下降了81亿美元，公司保险费率下降了47%。[7]

[1] 施瓦辛格的妻子玛丽亚·谢里弗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

建立一生的友谊

1968年，巴菲特和一群朋友到加利福尼亚的科罗拉多旅游，其间他们拜访了他们的老师——原哥伦比亚大学教授格雷厄姆，向他咨询一些关于证券市场的建议。从那以后，巴菲特社团每隔一年聚会一次："他们那时都还是中产阶级，但现在都已经非常富有。他们没有创造诸如联邦快递[1]之类的神话，他们只是一步一个脚印地前进。格雷厄姆把这一切都写进了他的书里。一切就是这么简单。"[8][2]

查理·芒格

83岁的芒格是巴菲特最好的朋友兼最好的生意伙伴。和巴菲特一样，芒格在奥马哈长大，十几岁时便在巴菲特爷爷欧内斯特的杂货店工作。

芒格回忆道："巴菲特家的商店给了我最初的商业启蒙。我每天必须工作很长时间，而且必须努力工作，以确保不出错。这使得包括我在内的很多年轻伙计（后来还有欧内斯特的孙子巴菲特）想寻找一份较为轻松的职业，并为发现这份工作不尽如人意之处而高兴。"[9]

芒格大约比巴菲特年长7岁，这也是为什么他们直到成年后才走到一起的原因之一。芒格曾说巴菲特是"同道中人"，但如今看来这种说法有一定的局限性。因为芒格没有本科学位，却被哈佛商学院录取，而巴菲特却被拒之门外；芒格是共和党人，他公开为包括英国牛津大学的反饥饿团体在内的慈善机构捐款，而民主党人巴菲特也大力捐助慈善事业，但他曾经希望通过已去世的妻子苏珊来开展大部分慈善工作。

和巴菲特不同，芒格并不是格雷厄姆投资哲学的忠实追随者。然而，巴菲特说："芒格对我产生了巨大的影响。"[10]

芒格这样解释他们之间的默契："置身于复杂工作中的任何人都需要志同道合的同伴，和某人一起理顺自己的思路是非常有帮助的。"[11]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这对搭档的一位共同的朋友说，尽管巴菲特很善于说“不”，但芒格和他相比，有过之而无不及。如果巴菲特评价一个人是“没有比他更令人厌恶的人”了，那么毫无疑问，芒格能用更为高明、简短的语句来形容。对此，巴菲特说：“芒格惜字如金。”[12]

巴菲特接着说：“芒格和我在电话里只需三言两语就能处理长达4页的备忘录上记录的事情。”[13]

巴菲特说在公司业绩好的年份芒格要听他的，在公司业绩不好的年份，他要听芒格的，但这纯属玩笑。[14]“芒格是理智的，非常理智。在处理公司业务的方式上，他从不表现得过于自负，但事实上他非常内行。最重要的是，尽管偶然会出现意见不统一的情况，但我们从不争执。”[15]

巴菲特进一步补充道：“芒格拥有世界上反应最敏捷的头脑，他能做到一目十行。他甚至能在你讲完整句话之前，理解你想要表达的意思。”[16]

巴菲特说，成为一位成功的投资者要比成为航天科学家容易得多。但芒格持有不同的观点，他认为以巴菲特的智慧足以胜任航天科学家：“他的头脑是一部超级推理机器，而且由于他的表达能力很强，你能清楚地了解他的大脑是如何工作的。”[17]

芒格说巴菲特是一个表里如一的人：“巴菲特受人尊重的原因之一就是，他总是表里如一。”[18]

芒格说他不记得巴菲特曾经对他发过火：“即使有一次我带他去明尼苏达州钓鱼，不小心把船弄翻了，我们不得不游回岸边。但他并没有责备我。”[19]

在他的巡回演讲中，芒格总能为投资者提出好的建议：“对于个人投资者来说，理想的状态就是只做少数重大投资，然后就可以坐享其成了。因为这意味着你几乎不用支付什么费用给经纪人，也不用听他们胡说八道。”[20]

在伯克希尔-哈撒韦公司对一家公司进行投资之前，芒格希望了解更多的信息而不仅仅局限于公司的良好前景。他们不会投资于以下这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

种公司：

人们出于对特定结果的兴趣，把这些公司捆绑在一起，因此这些公司的捆绑销售存在下意识的偏见，明显的导向性使人觉得它们不可信。它们让我想起了马克·吐温的名言："金矿是说谎者在地里挖的洞。"美国的公司经常说谎，尽管不是故意为之，但却是最恶劣的一种欺骗，因为分析人员通常会被这些谎言所蒙蔽。[21]

芒格关于牛市的观点深植于投资者心间。他说："如果你是池塘里的一只鸭子，一场倾盆大雨使湖面上涨，你也跟着上升，但你会认为是自己升高了，而不是池塘水面上升了。"[22]

芒格为人严谨、一丝不苟，当有人问他是否会弹钢琴时，他说："我不知道，因为我从未试过。"[23]

芒格说他和巴菲特在都有些神经质这方面非常相似，[24] 但他们之间也存在着显著区别。他说："一生之中，没有人指责我的谦逊，尽管谦逊是我非常推崇的品性，但我并不认为自己已经做到最好了。"[25]

[1] 1971年，弗雷德·史密斯冒着极大的风险，将全部财产 850万美元投入联邦快递公司，然而这还远远不够。为了筹到巨额资金，他竭尽全力游说华尔街大银行家、大投资商，筹集到9600万美元，创下了美国公司界有史以来单项投资的最高纪录。——译者注。
[2] 节俭的巴菲特最初曾提议在度假旅馆聚会，以减少开支，但这一建议未被采纳，聚会固定在一流的海滨酒店科罗拉多饭店举行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第3章　关于家庭

不要溺爱孩子

首先有必要澄清，巴菲特和以《玛格利特小镇》（Margarit-aville）一曲闻名的乡村摇滚歌手吉米·巴菲特（Jimmy Buffett）之间或许并没有关系。如果他们之间真的有血统关系的话，那也是一种无法证实的、非常遥远的血统关系，但两者之间的确有一个交点——吉米是伯克希尔-哈撒韦公司的股东。

在过去的10年里，巴菲特的家庭生活发生了重大变故：他的妻子苏珊在治疗口腔肿瘤过程中突然因中风而去世。两年后，巴菲特与阿斯特丽德·门克斯结婚。而他的每一个孩子都似乎非常自然地闯出了自己的事业，并且还会继续沿着各不相同的方向奋斗下去。这是一幅更为清晰的、关于巴菲特家族的下一代如何经营各自事业的画面。毫无疑问，他们正跻身于世界上最有特权的人之列。

尽管很难用简单的语言来准确描述年轻的巴菲特们，我还是跃跃欲试。苏茜想让内布拉斯加州的这个显赫家族的香火延续不断；霍华德是稳健财政政策的支持者、国际环境保护主义者以及伯克希尔帝国毫无悬念的继承人；彼得则是一个热爱音乐、富有创造性的梦想家。

芒格这样解释巴菲特对于家庭的态度：“巴菲特对待他的孩子像对待雇员一样严格。因为他并不认为，如果爱某个人，为他着想的方式就是给予他一些他没有资格享有的东西。这是巴菲特性格的一部分。”[1]

我们的孩子是优秀的，但我坚持认为当孩子通过成长、接受教育（包括他们在家庭中所学到的），最终具备了所有优点时，给他们太多的钱是既不正确也不明智的。富可敌国的巨额财富将更加扰乱竞技场的公平竞争，应该让他们经受磨炼而不是为他们铺平道路。[2]

巴菲特认为通过继承得到的财富是“给富人的福利”。

所有认为福利令人懒惰、导致贫穷轮回的那些人，恰恰就是那些想走出这种处境、希望给他们的孩子留下许多财富的人。[3]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长子霍华德解释说："听着，没有人会认为我父亲不精明。从他开始给我们零用钱那时起，就在阁楼上放了一台自动贩卖机，我们都上那儿买东西。于是他就赚回了给我们的每一分零用钱，以至于在长达10年的时间里，我都无法存起买三个甜瓜的钱。" 4

关于巴菲特将其孩子排除在遗嘱之外的传闻纯属无稽之谈：

他们每个人都获得了遗产继承权，但他们将不会过上超级富翁的生活。我认为他们应该会很感激我对他们的教育。他们都做得很好，也都很独立，因为他们并不认为要对我俯首帖耳。 5

在玛丽·巴菲特的著作《巴菲特原则》（Buffettology）中，她描述了这样一个圣诞节的清晨：巴菲特用他认为有投资前景的、价值10万美元的公司股票把圣诞袜塞得满满的，他要求全家人合理地运用这些股票进行投资。

在向一些大学生阐述了其家庭哲学后，巴菲特坦承："下周，我的孩子们会很乐意来反驳我的观点。" 6

苏茜·巴菲特回应道："事实上，留给我们这么多钱是不明智的，只是事实必须如此。" 7

巴菲特相信他对孩子们的教育收到了很好的效果：

他们都走出了自己的道路而且收获颇丰。他们是富有创造性的，他们并不希望自己的身份仅仅是某个有钱人的孩子。 8

当巴菲特的儿子霍华德竞选奥马哈的县议员[1]时，选民错误地认为仅凭他的姓氏，他的竞选应该能获得雄厚的资助，但事实恰好相反。对此，巴菲特说：

我让他用小写字母拼写自己的名字，这样每个人都会意识到他是没有什么钱的巴菲特。 9

当霍华德从加州大学欧文分校退学时，巴菲特给了他一个喘息的机会，之后，巴菲特安排他到时思糖果公司工作。在那里，霍华德遇见了他未来的妻子——德文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的朋友、超级投资家沃尔特·施洛斯（Walter Schloss）在接受《杰出投资者文摘》采访时说：

“我们知道小彼得·基维[2]的父亲和巴菲特一样，认为通过继承获得的财富是有害的。”

“我们回想起，令小彼得·基维在其父亲去世数年后惊喜的是：他收到一份迟到的、突如其来的、价值几百万美元的遗产。[3]尽管与他父亲一手创立的财富相比，以及与他自己所取得的成就相比，这笔遗产是微不足道的，但他说，这代表着已经去世的父亲对他的肯定。”[10]

巴菲特的孩子们很有可能某日也会从他们的父亲那里继承财产，但由于他除了伯克希尔-哈撒韦公司之外的个人投资种类繁多，他真实的净资产一直不为人知。

很久以前当我收购伯克希尔时，手头只剩下不到100万美元的现金。于是，我用这些钱进行了一些谨慎的投资，那是两项相对于伯克希尔来说规模较小的投资。我做一些固定收益套利，再在一家和伯克希尔没有任何瓜葛的银行里套现。[11]

[1] 霍华德曾任道格拉斯县议员，任职年限为1989～1992年。
[2] 因与其父亲同名，故用“小”以示区别。——译者注
[3] 彼得·基维生前是奥马哈最富有和最杰出的公民。巴菲特的办公室就位于基维广场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的孩子们

苏珊·巴菲特（小苏茜）

从许多方面来看，小苏茜的童年与其他孩子的童年并没有什么不同：“小时候，爸爸每晚都哼着‘在彩虹的那一端’哄我入睡。”[12]这使她深信在彩虹的尽头会有一罐金子。

显然，她并没有意识到自己的父亲是多么的与众不同：“在很长的一段时间里，我甚至不知道他从事什么工作。在学校里，他们问我父亲的职业，我说他是一名安全系统分析师，于是他们认为他应该从事诸如检查警报系统之类的工作。”[13]

苏茜说，即使在巴菲特成名以后，他仍保留着平常心。“令父亲开心的是全家人围坐在一起读书、打桥牌、聊天，他就像所有的父亲一样平易近人。”[14]

关于巴菲特对于投资的态度，苏茜认为“投资对他来说只是一场赌注巨大的游戏，钱是对于赢家的奖励。但事实上，他很节约，一直开着原来的车子，穿着原来的衣服，直到车子再也开不动，衣服旧得不能再穿。”[15]

现年54岁的苏茜已经离婚，和两个已经成年的孩子一起住在奥马哈，和她父亲只有几个街区之隔。尽管人们通常认为她是一个家庭主妇，但其实她也做各种小生意，包括经营一家出售印有伯克希尔-哈撒韦公司标志的衣服的编织品商店，因为她喜欢缝纫、刺绣和编织。除此之外，她还经常帮助父亲筹备公司的答谢会，并陪伴父亲旅行。不过，苏茜去波珊珠宝商店买东西时，必须像其他顾客一样在柜台前排队。任何情况下都不搞特殊化，这是巴菲特家族恪守的原则。

一直以来，苏茜对于人们对她个人财富的错误印象感到无可奈何，特别是当慈善机构请求她捐款时。她说：“他们并不知道，我父亲最多只会兑现我开出的20美元的支票。如果我现在有2000美元，我会马上还掉所有的信用卡账单。”[16]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但上述情况逐渐发生了变化。起初，巴菲特建立了舍伍德信托基金（以绿林好汉罗宾汉出没的那片森林命名），每年存入50万美元，他的孩子们及伴侣阿斯特丽德·门克斯可以用这笔钱以他们自己的名义捐款，无须经过他的批准。后来，巴菲特和如今已去世的妻子为每个孩子建立了慈善基金。2006年，巴菲特进一步扩大了孩子们的基金规模。

当巴菲特着手扩大这些基金的规模时，他写信给苏茜：

我对于你管理我和你母亲为你建立的基金的方式感到非常满意。你的想法很好，你以实际行动有效地帮助了那些不如我们幸福的家庭。 17

苏茜的基金规模与盖茨的基金规模相比是微不足道的。2006年，苏珊的基金资产为1.18亿美元。基金最终将从其母亲苏珊的遗产中获得5000万美元[1]。此外，巴菲特向每个孩子的基金赠送了35万股伯克希尔-哈撒韦公司的B股股票。按照2006年6月的股价3047美元计算，苏茜最终将拥有超过15亿美元可用于捐赠的资产。

当对孩子们的基金进行捐赠时，巴菲特想起了当年泰德·特纳（Ted Turner）把他大部分净资产捐给联合国慈善基金时的犹豫不决。巴菲特说当他把钱投入孩子们的基金时没有这样的烦恼。

因为我是他们的父亲。

巴菲特很乐意让孩子们自己处置这些钱：

当局者迷，旁观者清。我觉得他们的判断力要比我的判断力好得多。 18

苏茜会如何运用这笔钱呢？她极有可能继续从事她一直从事的志愿者工作。在苏茜的努力下，奥马哈市区矗立起了罗斯·布朗金剧院；和父亲一样，她也支持生育权和诸如内布拉斯加-康瑟尔布拉夫斯的“家庭生育计划”之类的家庭计划组织；她还在女子公司（Girls Inc.）[2]董事会任职。苏茜主要致力于内布拉斯加州的慈善事业，她曾资助圣赛西莉亚小学的天花板维修工程、市区基督教教会、乡村的社区教堂、特殊奥林匹克运动会和寄养儿童。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

霍华德·格雷厄姆·巴菲特

巴菲特以他生命中最重要的两个人父亲霍华德和良师益友格雷厄姆的名字来为长子命名。霍华德的名字不仅仅反映了巴菲特对于这两位长者非同寻常的尊重和情感，也寄托了他对儿子的殷切期望。

和弟弟妹妹一样，霍华德从大学中途退学。虽然如此，他仍然最有可能成为巴菲特的接班人，这使他成为所有股东关注的对象。目前巴菲特的子女中只有霍华德一人在伯克希尔-哈撒韦公司的董事会任职，更为重要的是，人们都认为巴菲特卸任后，霍华德将成为伯克希尔-哈撒韦公司的主席。

显然，霍华德一直都在积极准备，以便某天能顺利地从父亲手中接过伯克希尔-哈撒韦公司的大旗。他曾在康尼格拉公司（ConAgra Foods）担任副总裁和主席助理，如今仍担任该公司董事。在此之前他在阿彻丹尼尔斯米德兰公司（ADM）董事会任职，后来因为一件与他无关的限价丑闻离开了这家公司。目前，他是一家总部设在奥马哈，生产农业灌溉系统、控制系统及设备的公司——林赛制造公司的董事会主席。他还曾一度代表他父亲出任可口可乐公司的董事，伯克希尔-哈撒韦公司拥有这家公司大量永久股权，但后来，霍华德辞去了可口可乐公司的董事一职。

霍华德是土生土长的中西部人，他和妻子德文以及5个孩子居住在靠近伊利诺伊州迪凯特的一个农场里，农场占地850英亩，主要种植玉米和大豆。

霍华德·巴菲特声明自己是共和党人，这令一些保守分子如鲠在喉。“即使霍华德·巴菲特的确是共和党人，这也并不意味着他的霍华德·巴菲特基金会支持共和党或保守派的事业。”[19]

事实的确如此。霍华德的绝大多数捐款都用于支持环境保护事业。每当霍华德谈起环境保护或野生动植物时，就会变得眉飞色舞。他拍摄的一些以自然为主题的照片曾经刊登在《国家地理》杂志上，他还出版了不下6本摄影图片集。他帮助建立了总部设在南非的自然保护基金会，并出任美洲狮保护基金会的董事，该基金会致力于保护美国境内的美洲狮。然而，最近霍华德关注的焦点转向国际环保事业，而不仅仅局限于美国国内。例如，每一年由他设立的“《国家地理》/

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特奖”颁发给为促进公众对于南非和东非环境保护事业的理解和实践做出巨大贡献的人。

霍华德·巴菲特基金成立于1999年，当巴菲特宣布将于2006年向基金会捐赠超过10亿美元时，该基金会已拥有资产1.3亿美元。而母亲赠予的资产，更使基金的规模进一步扩大。2005年，霍华德向慈善机构捐赠了600万美元，随着基金规模的扩大，每年的捐赠金额预计将超过5500万美元。

过去霍华德对于拯救诸如印度豹、白头鹰、非洲大猩猩和中国大熊猫这些濒危动物投入了极大的热忱。但如今，他开始关注人类的贸易活动，关注那些居住在植物、动物和生态环境都遭到严重破坏的地区的人们，包括美国/墨西哥边界和非洲的达尔福尔地区。对此，霍华德解释说：“我最终发现，除非你首先关注人类的问题，否则你所做的任何环境保护工作都是没有意义的。因为我的一位朋友曾经说过，‘你不可能要求一个饿着肚子的人去保护一棵树’。这是真理。”[20]

彼得·巴菲特

巴菲特最小、最玩世不恭的儿子彼得现年49岁，他继承了母亲的音乐天赋，并将其发扬光大。他是一位“新世纪音乐”流派的键盘手和作曲家，创作了一些著名的电影配乐和商业广告音乐，是纳诺达唱片、埃佩克唱片和好莱坞唱片等唱片公司的签约作曲家。他创作的音乐可以被诠释为“充满激情、流畅和积极向上”，但也有人说他的音乐像猫一样令人难以捉摸。对此，他开玩笑说，他作曲时的确喜欢有一只猫陪伴左右。他曾为《与狼共舞》和《红字》创作了广为传唱的主题曲和插曲。他的作品《灵魂》从印第安音乐和舞蹈中汲取灵感，体现了他与生俱来的天赋。公共电视台的募捐活动经常会播放这首曲子，人们也可以在华盛顿史密森尼安印第安博物馆的开馆仪式上听到这首曲子。

在2005年移居纽约之前，他和第二任妻子珍妮弗一直居住在密尔沃基。彼得的前妻玛丽与戴维·克拉克（David Clark）合著了《巴菲特原则》和《沃伦·巴菲特之道》（The Tao of Warren Buffett），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这两本书的内容都是关于她作为巴菲特家族的一员所悟出的投资诀窍。

彼得一开始把他的慈善基金命名为“灵魂基金”，但后来把它改为“NoVo基金”，在拉丁语里，“NoVo”这个词的意思是“改变、创造”。

和其他巴菲特基金一样，彼得的NoVo基金将从他母亲的遗产中获得5000万美元，加上父亲2006年承诺捐赠的10亿美元[3]，彼得可以用于慈善捐赠的资金几乎翻番，但基金获得所有应得的钱需要20年的时间。

虽然巴菲特的捐款指定用于慈善事业，但由于彼得和珍妮弗每周为NoVo工作30小时，他们因此获得4万美元的年收入。除他们的薪水之外，NoVo 2005年的管理费用只有308498美元，相对于基金规模而言，是微不足道的。

2006年，彼得和珍妮弗捐了1070万美元给88个不同的慈善机构。在选择捐赠对象时，他们有着难以割舍的“印第安情结”：其中一笔金额较小的捐款用于帮助加拿大印第安人部落找回已经被运到瑞典的图腾柱；每年，彼得和霍华德的基金合作授予一位值得表彰的印第安人“巴菲特本土领袖奖”，奖金为25000美元。珍妮弗出生于密尔沃基一个保守的实业家庭，在她的家乡密尔沃基，夫妇俩关注幼儿园建设、孩子的早期教育以及那些针对低收入家庭的家庭计划。和巴菲特家族的其他基金一样，NoVo的工作并未得到所有人的认同。NoVo因资助“雨林行动网络”而承受了许多来自保守分子的口诛笔伐。“雨林行动网络”是一个环保组织，它对家得宝公司（Home Depot）施加压力，呼吁其停止销售产自濒危森林的木制品。

别人眼中的沃伦·巴菲特

政府官员阿诺德·施瓦辛格

“巴菲特对于商业问题有着敏锐的判断力和无人能及的正直，我希望自己在处理政务时也能做到像他那样。因为巴菲特总是强调这是正确的方式。”[21]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

威廉·安格尔博士

安格尔博士是奥马哈“巴菲特百万富翁俱乐部”的成员之一。作为一位早期投资者，20世纪50年代，他交给巴菲特大约1万美元用于投资。20世纪90年代初期，这些投资的价值迅速增长，已经超过了1亿美元。安格尔几年前去世了，但他的家庭成员仍持有这些股票。他说：

“巴菲特表面上似乎挺洒脱，但没有什么事情能像亏钱那样让他如此沮丧——他喜欢赚钱的感觉，他喜欢这种游戏。虽然游戏的最终奖赏是金钱，但显然对于他来说，这些钱不应用于消费，而应用于积累。”[22]

沃特·施洛斯

学生时代，巴菲特在哥伦比亚大学遇见了沃特·施洛斯。后来，两人一起在格雷厄姆-纽曼公司工作。不久后，施洛斯离开格雷厄姆-纽曼公司创办了自己的投资公司。巴菲特称他为“格雷厄姆-多德都市里的超级投资者”。施洛斯回想起年轻时的巴菲特：

“巴菲特的个性非常有魅力，其中一个原因就是他的幽默感和他讲的恐怖故事。但他年轻时很害羞，他决心要克服这一点，因此他参加了戴尔·卡耐基培训课程……

回想起来，我大约在1961年或1962年在奥马哈遇见过他，当时他发表了才华横溢的演讲，呼吁扶轮社（Rotary Club）的成员捐款。他是扶轮社最年轻的成员，但他的演讲非常风趣，我真后悔当时没有录音，它真是太棒了。”[23]

关于伯克希尔-哈撒韦公司居高不下的股价，施洛斯认为把只有发行在外的伯克希尔-哈撒韦公司股票数量乘以股价之后得到的市值，再与其他收入和资产规模都较小的公司的市值进行比较才是明智的。

“但遗憾的是，人们通常并不考虑他们打算买进股票的那个公司的市值，他们仅仅关注每股价格而不是公司的价值。”[24]

菲尔·卡雷特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

卡雷特正是约翰·特雷恩（John Train）在《新的理财大师》（The New Money Masters）中所描述的成功的长期投资者之一。直至他去世，卡雷特几乎没有错过任何一次伯克希尔-哈撒韦公司的年会。关于巴菲特，他说：

“他是我的朋友，比我聪明。他对于通用食品公司的投资很好地证明了这一点。这是一个业绩平庸的公司，主要生产咖啡。当伯克希尔-哈撒韦公司买进该公司股票时，我对自己说：‘很好，这次巴菲特终于犯了个错误。当时我注意到他这笔交易的成交价大约是60美元/股。但仅仅在一个月之内，股价便上涨到120美元……哈哈！’[25]（在讲述此类故事时，卡雷特发出意味深长的、会心的笑声，他特别喜欢这些结局出乎意料的故事。）”卡雷特的著作《投机的艺术》（The Art of Speculation）被誉为经典之作。

比尔·盖茨——世界上最伟大的企业家

盖茨的母亲曾邀请盖茨参加为期一天的野餐，她打算把自己的儿子——巴菲特的对手、美国最富有的人介绍给巴菲特。盖茨却再三推诿，认为自己和这个每天除了投资什么都不做的人没有什么可谈的。使他最终下决心去的原因是他听说凯瑟琳·格雷厄姆（Katharine Graham）——《华盛顿邮报》的前发行人也会出席。

当盖茨和巴菲特两人在野餐会上碰面后，他们谈得很投机，相见恨晚，很快成为密友。巴菲特参加了盖茨在夏威夷举行的婚礼，后来巴菲特和妻子苏珊又参加了盖茨的中国之行。尽管盖茨认为他们的谈话是“知无不言、毫无敌意的”，但他们“不时地会为一些数学问题而争执不休”。

盖茨说巴菲特有一次曾用骰子游戏向他挑战，用的是一套4个的特制骰子，合起来各面数字从0～12都有。巴菲特提议两人各自挑选其中的一个骰子，舍弃另外两个骰子，谁掷出最高点数的次数最多，谁就赢。这一提议立刻引起了盖茨的好奇，他要求检查一下骰子，看完后，他让巴菲特先选。盖茨说：

“由于骰子数字的选择非常巧妙，我并没有马上发现它们是否传递骰子，因此传递性的数学原理——如果A大于B，B大于C，则A就大于C——在这里并不适用。因此，假设平手就要重掷，则四个骰子中的任何一个都有可能被其他一个骰子超过，这种概率大约为2/3，即平均每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

掷17次，骰子A就有11次机会胜骰子B；类似地，骰子B也会以相同的概率胜骰子C；依此类推，平均每17次中有11次骰子C的数字会大于骰子D。但听起来让人难以置信的是，骰子D也会以同样的概率胜骰子A。”[26]

约翰·特雷恩——《新的理财大师》的作者

关于巴菲特，特雷恩说：“从专业的角度看，他从事的是贪婪的交易，但他的贪婪并不令人讨厌。”[27]

杰克·贝恩（Jack Byrne）——政府雇员保险公司（GEICO）前主席

贝恩和一班高尔夫球友在加利福尼亚的卵石海滩高尔夫球场散步时，开玩笑地和巴菲特打赌：他们出2万美元赌他在接下来的三天里，无法打进一杆，若果真如此，巴菲特输10美元。除了巴菲特之外，所有人都同意这样的赌注。

贝恩说：“于是，我们都抱怨他太扫兴，花言巧语地想说服他，因为毕竟只是10美元而已。但他说他认真考虑过了，认为这个赌局对于他来说并无胜算。他说如果你在一些细节方面放纵自己的话，你也可能会在一些大事情上放纵自己。”[28]

拉利·韦茅斯（Lally Weymouth）——凯瑟琳·格雷厄姆的女儿、作家

“我认为他成功的秘诀在于他永不衰减的好奇心。”[29]

查克·哈金斯（Chuck Huggins）——时思糖果总裁

“当我和他谈话时，他总是乐观、积极向上的。”[30]

丹尼斯·埃克特（Dennis Eckart）——俄亥俄州议会议员

1991年，在关于所罗门兄弟公司政府债券交易事件的议会听证会上，埃克特对巴菲特勇于承担责任的态度表示赞同：“戈登·盖柯（Gordon Gekko）和谢尔曼·麦科伊（Sherman McCoy）在华尔街呼风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

唤雨的好日子结束了，因为巴菲特来了。他狠狠地教训了他们一番。” 31

欧文·卡恩（Iriving Kahn）——纽约投资经理

卡恩曾在哥伦比亚大学为格雷厄姆当了多年的课堂助教。他最早就是在那儿遇见巴菲特。“这么多年他几乎没有什么改变，但那时他是一个傲慢、过于自信的年轻人——他总是忙于自己的事情。他总是精力充沛，会喋喋不休地试图说服你。那时他对于赚钱就已经表现出极大的野心。” 32

史洛希·库尔茨——演员（巴菲特的远房亲戚、朋友）

“人们仍认为巴菲特是来自奥马哈的土包子，他们从看到他的第一眼起就这么认为。但事实终究是事实：他是一个久经世故的人。” 33

安东尼·阿博特——奥马哈市法式咖啡店老板

也许，正如阿博特所说的，当我们需要巴菲特时，他总能适时地出现：“巴菲特是一个英雄，人们希望他们的英雄是优雅的、简单的。当然，巴菲特恰恰就是一个简单的人。” 34

[1] 原文为$50billion，疑有误，应为$50million。——译者注
[2] 女子公司是一个非营利的青年组织，专注于鼓励女孩子更加坚强、聪明和大胆。——译者注
[3] 原文疑有误，应为“1 billion”，而非“1 million”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和妻子相濡以沫

巴菲特谈到已故的妻子苏珊·巴菲特时总是柔情似水，他说："她与世无争，崇尚精神的自由。"[35]

自从1977年苏珊搬到旧金山以后，巴菲特和她便一直分居，但他们并没有离婚，还经常一起旅行、参加家庭聚会。苏珊任职于伯克希尔-哈撒韦公司董事会，以她自己的名义拥有公司2.2%的股份，价值30亿美元。

2003年，苏珊被确诊为患有口腔肿瘤，接受了手术和化疗。2004年7月29日，当她和巴菲特在怀俄明州的科迪市拜访朋友时突然中风。巴菲特一直陪伴在她身旁，直至她去世。

苏珊的去世改变了巴菲特的一切。他似乎意识到一切都是短暂的，包括他自己。于是他开始调整原来的计划，这一调整改变了他的日常生活、工作和第二任妻子。

大约在苏珊·巴菲特最小的孩子上高中后，她开始在一家夜总会唱歌。她告诉记者："我以自己为豪，因为没有什么事情比在公开场合唱歌更让我备受打击了。但我很自豪，因为我做到了，我几乎不相信自己能做到这一点。"[36]

苏珊说是丈夫鼓励她这么做的："是巴菲特鼓励我这么做的。他了解我，对我说，苏珊，如果你是一个在工作23年后失业的人，你现在打算怎么办？他知道我想唱歌，但我对在公开场合唱歌怕得要死。"[37]

那么巴菲特的动机究竟是什么呢？苏珊说："巴菲特理解我，希望我能一直保持活力。如果你爱一个人，你也会这么做的。"[38]

他们的朋友尤尼斯·邓尼伯格对苏珊·巴菲特的看法是这样的："苏珊就是那种如今人们认为几乎已经濒临灭绝的守旧、善良的人。因此，他们把自己一些卑劣的、无法面对的行为都归罪于她。"[39]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

苏珊离开奥马哈后，巴菲特沉浸在悲伤之中，于是她让自己的朋友阿斯特丽德·门克斯照顾他，鼓励他振作。阿斯特丽德是一位金发碧眼的迷人姑娘，很快便成为巴菲特的伴侣，照顾他的饮食起居。在苏珊去世后两年半，他们终于在共同生活了25年后结婚。

巴菲特总是说在他去世后，他的财富将捐给巴菲特基金，希望由苏珊来管理这个基金。但她先他而去，因此他想出了一个更好的、让世人大吃一惊的主意：他以苏珊的名字重新命名了基金，将其更名为苏珊·巴菲特基金，并向该基金捐赠了价值30亿美元的伯克希尔-哈撒韦公司的B股股票。只要伯克希尔-哈撒韦仍然存在，基金会就将获得股票股息收入的5%。他还捐了一些钱给孩子们的基金，但他把最大一笔款项捐给了比尔和梅琳达·盖茨基金会，使之成为迄今为止世界上最大、最有影响力的慈善组织。

与此同时，世人与巴菲特一起为苏珊的去世感到哀伤，许多人觉得他们是通过查理·罗斯的电视访谈节目真正认识苏珊的。在那次节目中，苏珊阐述了一种简单的生活哲学：“勇于披露、认真倾听、不要说谎、全力以赴、不要太在意结果。”

苏珊·巴菲特去世时享年72岁，在世界女富豪排行榜上排在第17位。[40] 她留下了价值26亿美元的遗产。在她的葬礼上，摇滚歌手波诺（Bono）演唱了《永远年轻》和《最爱是你》这两首歌。波诺是通过苏珊的慈善工作认识她的，他在2004年专辑《如何拆除原子弹》的内页中对她的赞助致以谢意。

阿斯特丽德·门克斯：巴菲特的第二任妻子

阿斯特丽德·门克斯和巴菲特从不过多谈论他们之间的关系，尽管巴菲特承认他们与他妻子苏珊之间的三角关系非同寻常。

“如果你非常了解我们每个人，你就能很好地理解我们之间的这种关系。”[41] 巴菲特说。

回忆起当她还是巴菲特的女管家的时候，她说：“我已经拥有了世界上最美好的事物，我不想改变现状。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个记者试图贬低她，撰文说她曾经当过“女招待”或“夜总会舞女”，她回应道：“不要把我和那些女人混为一谈。从1978年至今，我和巴菲特在一起已经有13年。我并不是放荡的女人，我并不是硬插在他们之间的第三者。” 42 [1]

2006年8月30日是巴菲特的76岁生日，中午，一些同事意外地收到了他的电子邮件，告诉他们下午3点左右他会离开办公室，下午6点，他将和阿斯特丽德·门克斯举行婚礼，但他第二天会照常上班。

为时15分钟的婚礼非常低调，婚礼在巴菲特的女儿家里举行，由当地的法官主持。整个婚礼最奢侈的可能要属婚戒了。在女儿苏茜的帮助下，巴菲特在波珊珠宝商店（伯克希尔旗下资产）挑选了这枚戒指，比尔·盖茨也是在这家公司选购了送给梅琳达的婚戒。

在见证了巴菲特和门克斯长达20年的同居关系合法化之后，他们招待参加婚礼的亲朋好友到奥马哈的Bonefish Grill餐厅就餐。

备受争议的苏珊·巴菲特基金

每年，在伯克希尔-哈撒韦公司的年会上，示威者在会议大厅及股东就餐的Gorat’s牛排馆前游行，举着印有流产胎儿的图片，谴责巴菲特家族扼杀了他们对于生育权和人口问题的热情。

据报道，苏珊·巴菲特基金（STB）资助生育权利中心发动推翻内布拉斯加州的“禁止成形胎儿流产法案”的运动，2001年这一运动取得了胜利。基金还资助Ru-468——一种“事后避孕药”的研发工作，并为美国计划生育联合会、人口理事会、天主教徒促进选择自由组织和全国预防青少年怀孕运动提供资助。

苏珊·巴菲特基金还对医院、大学、教师及学生提供奖学金，包括向救助儿童会和由波诺发起成立的旨在救助非洲人民的慈善组织——DATA各捐款1000万美元。苏珊还捐了500万美元给她的母校——奥马哈高中，用于兴建一座新的露天运动场；捐了600万美元给5位加利福尼亚的医生，用于进行口腔肿瘤的研究。

STB基金在2006年拥有超过3.18亿美元的资产。基金将从苏珊的遗产中获得价值25亿美元的伯克希尔-哈撒韦公司的股票，并最终从巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

特那里获得30亿美元。基金每年计划捐赠的金额将近1.5亿美元。据估计，STB基金规模将达到50亿美元，跻身于美国最大的20个基金会之列。 43

STB基金会由巴菲特女儿苏茜的前夫艾伦·格林伯格管理。在他第一任妻子去世之后，巴菲特在一封写给董事会成员的信中，再次重申了他对STB基金会的支持：“在艾伦的领导下，基金会的成功超出了我们的预料——所花费的每一美元都发挥了最大的效用。” 44

[1] 关于这段引用的文字我们心存疑虑。门克斯显然是在记者的诱导下，做出上述回应的，所以并不能反映她的真实感受。她说事实上她尊重女招待，因为女人为生活而工作是天经地义的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

善待母亲

一些作家把巴菲特的母亲利拉（Leila）描述为一位喜怒无常、难以相处的妇人，但巴菲特提起她时总是满怀深情。他对这位92岁高龄的寡妇非常慷慨，有时甚至会在公司的年会上向股东介绍她。他曾经给自己买了一台健身脚踏车，给母亲也买了一台（还给她买了一辆新车）：

在这两台机器上我们一共骑了25000英里，但所有这些里程都是她骑的……我应该给她买辆自行车，而不是凯迪拉克。 45

巴菲特的母亲提到这件事情时，更是神采飞扬：“巴菲特送给我一辆凯迪拉克作为我80岁生日的礼物，我只开了8000英里，但我在健身脚踏车上骑了19190英里。” 46

此外，巴菲特很感激母亲赋予他的一切：

我的健康状况令人担忧。六七年来这是我第一次去做全面体检。医生询问过我的饮食状况后说：“一直以来你都在透支健康，多亏你的遗传基因，才让你撑到现在，对吗？” 47

利拉·巴菲特眼中的巴菲特

上初中时，巴菲特并不是出类拔萃的学生，但他母亲说他成绩不好只是阶段性的：“我想巴菲特那时正经历一个特殊的阶段，因为在那之前以及之后，他的成绩都非常好。他是个好孩子，很容易管教，一点也不用我们操心，不抽烟也不喝酒。” 48

当被问及她是否预见她的儿子某天能积累如此巨额的财富时，她说：“哦，不，我做梦都没有想到过这一切。但一直以来，巴菲特都对与赚钱有关的数字非常着迷。” 49

巴菲特的人品，而非财富令母亲引以为荣：“我为他的人品而骄傲，他是个非常棒的人。” 50 [1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

批评者眼中的巴菲特

尽管作为一位眼光独到的投资者，巴菲特声名远播，但对他的批评始终存在。《华尔街日报》[51] 谴责他利用自己的声望和财富为自己的交易提供保障，这是其他投资者无法做到的：“通过为全美航空（USAir）、吉列公司和所罗门兄弟公司抵御敌意收购行为提供帮助，他为伯克希尔-哈撒韦投资公司争取到独一无二的、非常有利的投资业务，这是其他股东无法做到的。这三笔交易金额合计高达17亿美元。”

同一篇文章中还提到：“一位著名的评论家说巴菲特先生‘做了一件了不起的事，因为他使人们相信’他的白衣护卫 [2] 投资有利于美国经济。但我们仍心存疑虑，不知道在巴菲特先生一手安排的保护措施下，这些公司是否真的能扭转形势。” [3]

詹姆斯·戈德史密斯爵士——英国实业家

“我无法理解像巴菲特这样的人，他们是亿万富翁，却以居住在原来的老房子、开着二手雪佛莱犒劳自己。”

当这段言论出现在《时代》杂志上后，詹姆斯打电话给巴菲特向他道歉，并表示自己的话被曲解了。 [52]

艾伦·格林——《水牛城日报》的文字编辑，后来成为该公司工会主席

1982年，有员工问巴菲特，由于盈利节节攀升，《水牛城日报》（Buffalo News）是否会启动一项利润分享计划。据说巴菲特回答道：“你们这些在第三层（编辑部）工作的人们对公司的利润没有贡献，因此我觉得没有必要和你们分享利润。” [4]

格林说所有《水牛城日报》的员工都很“震惊，因为我们一直认为他是一个好人”。 [53]

迈克尔·刘易斯——作家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并不是所有人都认为巴菲特是天才，所罗门公司的前交易员、《说谎者的扑克牌》（Liar’s Poker）的作者迈克尔·刘易斯就是其中之一。“巴菲特经常以‘如果你这么聪明，那为什么我比你富有’这样的潜台词嘲笑那些对他有异议的教授。（事实上他如此富有的原因仅仅是因为随机性的游戏总会产生大赢家，但遗憾的是那些年薪5万美元的商学院教授，谁会试图和一个亿万富翁争论这个问题呢？）”[54]

[1] 利拉·巴菲特于 1996年8月30日（恰好是巴菲特的生日）去世，享年92岁。

[2] 白衣护卫（white squire）是一种与白衣骑士很类似的反收购措施，但不是将公司的控股权出售给友好的公司，而是将公司很大比例的股票转让给友好公司。巴菲特与许多公司达成过白衣护卫协议。譬如，1989年他购买了吉列公司价值60亿美元的优先股，该优先股可以转换成该公司11%的普通股。——译者注

[3] 后来巴菲特不得不出任所罗门兄弟公司的主席以帮助该公司从一起非法政府债券交易的丑闻中东山再起，他还不得不冲销对于全美航空高达2.685亿美元的投资。当合适的机会来临时，巴菲特逐渐从这两家公司抽身而退。最终，伯克希尔-哈撒韦公司并未因对全美航空的投资而蒙受损失，股价不仅重新上升到巴菲特买进时的价格，全美航空还宣布派发现金股息，巴菲特适时出售了他持有的全美航空的股票。吉列公司在2005年被宝洁公司收购。

[4] 《水牛城日报》的发行人斯坦·利普西说他出席了巴菲特召开的所有报社成员会议，但他不记得巴菲特曾说过上述言论。巴菲特可能对于报纸占领市场的经济意义做了全面的阐述，但格林以这样的方式曲解了他的话。事实上，格林并没有真正领会巴菲特的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第4章　关于工作

哲学家告诉我们：做喜欢的工作，成功会接踵而至。巴菲特就是活生生的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为兴趣工作

沃伦·巴菲特提到当他从哥伦比亚大学毕业时：

1951年的华尔街并不是一个工作的热门之选。当时道琼斯指数只有200点，1945～1949年，股市一直低迷，最高大约达到190点，最低大约为160点。1949年以后，道琼斯指数开始上升，1950年成为道琼斯指数从未低于200点的第一年，1929年，道琼斯指数曾达到381点，但也跌破过200点。人们对于战后的股市持观望态度，认为我们正陷入萧条。所以在当时，华尔街并不是一个能赚很多钱的地方……它和现在截然不同。[1]

巴菲特说和你不喜欢的人一起工作就像“为钱而结婚”一样别扭：

我认为那是一种疯狂的生活方式。无论在什么情况下，这都可能是个坏主意。但如果你已经很富有，这种情况绝对不会发生。[2]

我是一个现实主义者，总是清楚自己想要做什么。但有时我也会胡思乱想，会想：也许成为一名职业棒球联赛的主力运动员也很不错。这时，就是现实主义要发挥作用的时候了。[3]

我并不喜欢钱，我享受的是赚钱的过程和审视财富增长带来的乐趣。[4]

从我的工作来看，我无疑是世界上最幸运的家伙。因为没有人能让我做我不相信的事情或者是我认为愚蠢的事情。[5]

经常有人怂恿巴菲特参加政治竞选，对此，他说：

我不会用我现在的工作去交换包括仕途在内的任何工作。[6]

巴菲特把伯克希尔-哈撒韦公司比喻为“画布”。[7]

我用一幅空白的画布和许多颜料开始描绘我心中的蓝图。如今伯克希尔-哈撒韦公司已经有了更多钱，规模变得更大。但我却认为10年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

或20年前，当它规模还比较小时，我拥有更多乐趣。[8]

我每天早晨去办公室时，感觉就像去西斯廷教堂写生一样心情愉悦。[9]

尽管我已经学会承受结果，但我仍享受过程甚于结果。[10]

巴菲特的外祖母拥有一家报社，巴菲特早年的绝大部分收入都来自担任《华盛顿邮报》的投递员和《林肯日报》的发行经理，报纸已经成为他生命的一部分：

我们必须承认，新闻业是一份比制造有轨电车的链接配件有趣得多的工作。尽管我并没有参与报纸的编辑工作，但我很高兴能成为新闻业的一分子，可以借助舆论的力量改造社会。[11]

我猜泰德·威廉姆斯（Ted Williams）作为职业棒球联赛中薪水最高的球员，如果打击率只有0.220，他会觉得很沮丧。如果他是职业棒球联赛中薪水最低的球员，打击率却高达0.400，那么他会很满意自己的成绩。这也是我自己对于工作的感受。金钱只是当我把自己喜欢的工作做好时获得的副产品。[12]

我每天踩着舞步去工作，我享受工作的过程。[13]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

及早开始

巴菲特11岁时买进了生平第一只股票，当时他和姐姐多丽丝（Doris）以每股38美元的价格买了3股城市服务公司的优先股，这次投资经历让他懂得了赚钱是需要耐心的：当股价跌到27美元时，他们开始有一些焦虑，当“城市服务”股价反弹到40美元时，他们抛掉了股票，但后来股价一直上扬，最终攀升到每股200美元。

从11岁起，我开始对股市感兴趣，那时我花了不少时间观察市场和抄录哈里斯公司黑板上的数字——那是一家和我父亲的公司——巴菲特-福尔克公司（Buffett Falk&Co.）位于同一幢大楼的纽约证券经纪公司。[14]

巴菲特童年时就做过许多生意：他高价把可乐卖给他的朋友、发行赛马内幕、分发报纸、当高尔夫球童，等等。在华盛顿的伍德·威尔逊高中读书时，他和一位朋友合伙花25美元买了一台弹球游戏机，他们甚至还成立了一家名为“威尔逊印钞机公司”来经营这台机器。他们把机器放在一家理发店里，第一天营业结束后，他们检查投币盒，发现有4美元。巴菲特说：“我认为我已经找到了方向。”[15]

终于弹球生意后来每周能净赚50美元。后来，巴菲特在内布拉斯加州的东北部买了一座荒芜的农场，到他高中毕业时，他已经有9000美元的银行存款。[16]

作为一名投资者，巴菲特很早便声名鹊起：

我卖空了一些美国电话电报公司的股票。我知道我所有的（高中）老师都持有该公司的股票，他们认为我很内行，因此我想我卖空美国电话电报公司的股票会使他们开始担心自己退休金的安全。[17]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在喜欢的地方工作

有人问他为何放弃在纽约的工作，因为在旁人看来，在纽约工作意味着能更接近华尔街的金融市场——这张谣言的温床。对此，巴菲特回答道：

内幕消息和充足的资金会使你在一年之内破产。[18]

可能我在纽约和加利福尼亚有更多的朋友，但奥马哈是一个养育孩子和生活的好地方。在这里，你能更好地思考，能更好地研究这个市场，你不会听到很多传闻，能安静地坐在桌前对着电脑分析股票。总之，你能思考许多事情。[19]

但他还提到：

如果一位即将毕业的MBA问我：“我怎样才能迅速致富呢？”我不会引用本杰明·富兰克林或霍雷肖·阿尔杰（Horatio Alger）的话来回答他的问题，我会一只手捏着自己的鼻子，另一只手指向华尔街的方向。[20]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和优秀的人共事

我认真选择和我共事的每一个人，因为对于公司的运行来说，人归根结底是最重要的因素。我不和自己不喜欢或不赏识的人打交道，这是关键。在这方面，我就像对待结婚一样慎重。 21

我和一些非常优秀的人一起为自己一生的梦想而奋斗。为什么不呢？如果我无法做自己想做的事情，那人生又有何乐趣可言？ 22

有人曾说过，雇用员工时，必须同时考虑三种品质：正直、智慧和勤奋。但如果他们不具备第一点品质，其余两点品质对你有害无益。你必须记住，如果你雇用的员工不具备第一点品质的话，那么宁愿希望他们是愚蠢和懒惰的。 23

当一位大学毕业生向他咨询职业生涯的规划时，巴菲特说：

我一直坚信应该为你欣赏的公司和欣赏的人工作。无论何时，如果你能从你周围的人身上学到东西，并对你所在的组织感觉良好，那么你肯定能取得好的成就。我建议你不要做任何自己现在觉得讨厌，但10年后可能会喜欢的工作，或仅仅为钱而工作。如果你现在不喜欢自己的工作，那么10年后你可能仍然不喜欢它。 24

和谁一起共事会使结果完全不同。巴菲特记得有一次，巴德·鲁思（Bade Ruth）和卢·格里克（Lou Gehrig）这些著名球员把他们世界锦标赛的奖金全部都捐给了他们的一个球童。

对于那个球童来说，生活的真谛在于为谁而工作。 25

巴菲特承认他的建议会对于大学生产生无法预料的影响。

我去年在哈佛大学做了一个演讲[1]，一些学生问我：“我应该为谁工作？”我说：“为你最崇拜的人工作。”两个星期后，我接到了商学院院长的电话，他问：“您到底跟这些孩子们说了些什么？他们都打算自己创业了。” 26

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[1] 那真的是一次平静的旧地重游吗？在他被哥伦比亚大学录取之前，曾向哈佛大学提出申请，但被拒绝了。但巴菲特并没有心存芥蒂，他雇用的唯一一位没有经验的MBA 就是一位来自哈佛大学的年轻女孩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

善于鼓励别人

1984年，巴菲特写信给《华盛顿邮报》的出版人、已故的凯瑟琳·格雷厄姆：

伯克希尔-哈撒韦公司在1973年春季和夏季买进了《华盛顿邮报》的股票。这些股票的总成本为1060万美元，而如今市值为1.4亿美元……如果我们当时把这1060万美元投资在其他媒体公司，结果完全不同：若投资于道琼斯公司，现在值5000万美元；若投资于甘尼特报业集团，现在值3000万美元；若投资于奈特-里德报系，现在值7500万美元；若投资于《纽约时报》，现在值6000万美元；若投资于时报-镜报集团，则现在值4000万美元。因此，感激之情溢于言表，感谢你们让我的财富由6500万美元上升到1.1亿美元。[27]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

忠于合作伙伴

巴菲特承认金钱和权力使他拥有与合伙人、雇员及其他人相比，不公正的优势：

一次我们家的一条狗爬到了屋顶，我儿子叫它下来，它居然就跳了下来，很幸运它没有死，只是摔断了一条腿。它太愚蠢了，但它只是因为对你太忠诚，因此就义无反顾地从屋顶跳下来……我也能让人们这么做，但我并不希望这样。 28

当伯克希尔-哈撒韦公司投资大都会公司 [1] 时，巴菲特向该公司前主席托马斯·墨菲（Thomas Murphy）保证，即使在公司的有线电视网问题无法得到迅速解决的情况下，伯克希尔-哈撒韦公司仍将长期持有该公司股票：

这就好比你有个有问题的孩子，你不会轻易放弃希望。我们并不打算在5年内出售这些投资，事实上我们已经结成了同盟。 29

我们并不完全是受经济利益驱使的、金钱的奴隶，这一方针可能会对我们的经营成效产生不利影响，但我们仍宁愿按照一贯坚持的方式来经营。如果你的经营方式是为了获得稍微多一些的利润，就不惜不断背叛你和自己喜欢、崇拜、认为有趣的人结成的同盟，那么即使你最终变得富有，又有什么意义呢？我们喜欢巨额的利润，但利润的获取不应该建立在背叛的基础上。 30

如果我不断地让信任我的人失望，那么即使获得巨额利润，我想自己也不会觉得高兴。 31

2005年秋季，伯克希尔-哈撒韦公司出人意料地获得了以账面价值70%的价格收购英国商联保险公司美国分部PLC的机会。讨价还价的过程一直对伯克希尔-哈撒韦公司大为有利，巴菲特一直以来的交游广泛和真诚在此时为伯克希尔-哈撒韦公司的股东赢得了利益。在这一过程中，巴菲特的老朋友杰克·贝恩发挥了主导作用。杰克·贝恩拥有出色的工作能力，他使政府雇员保险公司（GEICO）东山再起，成功出售了消防员基金保险公司（Fireman’s Fund），并在其他一些交易中赢得了巴菲特的尊重。通过与巴菲特的联手，贝恩的白山保险集团收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了商联保险的美国分部，仅用17亿美元就购买了一家净值为30亿美元的公司。在这笔交易中，巴菲特出了3亿美元，使伯克希尔-哈撒韦公司最终获得了白山保险集团30%的股份。

由于对贝恩的信任，巴菲特当机立断决定在这笔交易中投入大量资金。他这样形容贝恩的工作能力：

贝恩就像一个养鸡场的主人，他总是把鸵鸟蛋滚到母鸡的产蛋房，然后说：“嘿，女士们，看看你们竞争对手的表现吧。” 32

2007年1月，杰克·贝恩以董事会主席、首席执行官的身份从白山保险集团退休。

[1] 大都会公司在1995年以190亿美元的价格被迪士尼收购，因此巴菲特持有迪士尼的股票，但他后来把这些股票卖了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

珍惜时间

巴菲特的长子霍华德如今终于理解了他父亲的时间管理原则："我父亲不会使用剪草机……我也从未见过他修剪草坪、修葺篱笆或洗车。我记得过去我曾对此表示不满，直到长大后我理解了时间的价值，才意识到他为什么那么做，因为他的时间太宝贵了。" [33]

对此，沃伦·巴菲特说：

出名并不是件好事。正如你所看到的（他指着伯克希尔-哈撒韦公司总部为数不多的员工），我们并没有能力处理大量的咨询。我们收到世界各地的来信，他们希望从我们这里得到投资建议。我并不希望人们认为我过于精明，不愿提供免费咨询，但我的确无法在完成正常工作的同时完成这些咨询工作。 [34]

巴菲特很少发表演讲或代表政府或商业组织出席公开场合，但他每年都在大学做大约12次演讲，这些演讲绝大多数都是提问-回答形式的座谈会。

如果你为100名学生演讲，你所讲的一些问题是有意义的，因为他们中有一部分人可能会注意到这些问题，而这可能会改变他们的人生。这和为一群60多岁的人演讲收到的效果是截然不同的，这也是我愿意为学生演讲的原因。

63岁的巴菲特的这一体会来自自己的亲身体验，他说：

我想，我会去听一场演讲，我知道自己可能会从中获得享受、产生共鸣，但这对我所做的一切几乎不会产生任何影响。 [35]

但有时，巴菲特也会对自己的时间和资产表现得慷慨大方：他曾为一个基金会捐出一顿午餐，以支持旧金山格莱德纪念教堂对无家可归者的救助。格莱德基金会在易趣网上成功拍卖了这顿午餐，获得了620100美元。但巴菲特始终坚持自己的底线。当巴菲特打算更换他那辆2001年的林肯城市汽车时，他把汽车捐给了苏茜出任董事的女子公司。这辆车当时的账面价值为11200美元，北美最大的继续教育机构习技公司（The Learning Annex）的创始人——比尔·赞克（Bill

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Zanker）花73200美元买下了这辆车。他宣称他将亲自到奥马哈把车运回来，同时和巴菲特一起召开新闻发布会。结果，赞克见到了车，却没有见到巴菲特。赞克自我安慰道："也许我去的时间不对，我应该先往他的办公室打电话预约一下。"

后来，赞克又提出如果巴菲特能为习技公司举办的一场房地产和财富研讨会演讲30分钟，他愿意为慈善团体捐款200万美元，但这项提议仍然被拒绝了。巴菲特礼貌地解释说他更喜欢在伯克希尔-哈撒韦公司年会上给这些成年人上课。[36]

巴菲特引用别人的话来阐述他的时间管理原则：

我只是使用南希·里根的策略，那就是——适时地说不。[37]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

急流勇退

不值得做的事情不值得认真去做。 38

如果一开始你就成功了，你会放弃尝试。 39

1969年当股市在高位运行时，巴菲特却早早退出。他关闭了价值增长了30倍的巴菲特合伙股份有限公司，把钱返还给投资者，当时他38岁。对此，他说：

我不想穷尽一生的时间来和投资时机赛跑。

他补充道：

我没有积累巨额财富的强烈愿望。

最后，他说：

使我放慢脚步的唯一方法就是停下来。 40 [1]

[1] 事实上他并没有赋闲很久。巴菲特很快便建立了他新的“投资战车”——他把伯克希尔-哈撒韦公司从一家纺织工厂改造成了一家控股公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第5章　关于经营

善于沟通

巴菲特是怎样写出这些如此条理清晰、毫无偏见的年度信件的，尤其是在这些年度信件中并没有用到图表或照片？他就像是为某个熟悉的朋友而写的。

我只是假设我的姐姐拥有公司的另一半，她整年都在旅行。她并不是对公司经营一无所知，但也不是专家。我并不觉得图表有什么不妥，只是觉得当人们强调某件事情时，总倾向于忽略真实的信息，而过于注重信息的表现形式。[1]

如果你能够真正理解一种想法，就应该能够很好地表达它，使其他人也能领会。我发现每当我写年度报告时，都会遇到这方面的障碍。这种障碍并不是因为我找不到合适的表达方式，而是因为自己的头脑中还没理顺思路。没有任何东西能像写作这样迫使你思考，理顺你的思路。[2]

伯克希尔-哈撒韦公司居高不下的股价也是一种和投资者沟通的方式，告诉人们巴菲特想要的是那些愿意长期持股的、谨慎的投资者。他希望人们知道自己正在做什么：

今晚我们可能会在这座大厅外面贴一张海报，写着“摇滚音乐会”，于是就会有一群喜欢摇滚音乐的人涌入；我们也可以贴一张“芭蕾演出”的海报，那么就可能会有另一群喜欢芭蕾的人涌入。这两群人无疑都是优秀的，但这里存在一个很严重的问题，那就是——为了举行芭蕾演出，就不能允许摇滚音乐会在此举行；反之亦然。我唯一能做的就是在伯克希尔-哈撒韦公司贴一张告示，通过沟通和政策来说明我让人们进入的这个场所是怎样的一种地方。[3]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

知道什么时候说“不”

当一位女性股东接到一个电话，请她评论伯克希尔-哈撒韦公司1992年对富国银行股票的购买决策时，她的回答代表了公司的标准答复：“我们从来都不评论我们的投资，也不回应有关我们投资的传闻，这是伯克希尔-哈撒韦公司长期以来的政策。”[4]

巴菲特对投资活动保持沉默是有原因的：

如果我说了什么，那是因为我知道它（吸引他的低价）将成为过去。在金融市场中，你不能暴露自己的重大决定。[5]

当巴菲特想要给予警告时，他会简洁明了地表达自己的想法。当他帮助所罗门兄弟公司解决其不当的政府债券交易问题时，正是这么做的：

我们（所罗门兄弟公司）将尽快支付罚金或接受处罚，迅速应对合理的法律诉讼。然而我们也会对那些无理的或言过其实的诉讼提出上诉，其中很大一部分诉讼是我们无论如何都有必要提出上诉的。也就是说，我们会对自己过去的行为做出适当的补救，但我们也不会成为别人的馅饼。[6]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

树立榜样

当巴菲特临危受命，担任所罗门兄弟公司的临时主席时，他告诉股东：

尽管规章制度是必不可少的，但一种鼓励模范行为的氛围甚至可能比规章制度更重要。在我担任临时主席期间，我会认为自己是你们应服从的公司首要官员，我要求所罗门兄弟公司9000名员工协助我在公司内部营造一种鼓励模范行为的氛围，还要求他们不要被规章制度所束缚。在考虑任何公司行为时，员工必须问问自己，他是否愿意看到这一行为被消息灵通、富有批判精神的记者在当地报纸的首页加以报道，而他的配偶、孩子和朋友都会读到这则新闻。在我任职所罗门兄弟公司期间，我希望我们的一切合法行为不会招致非议。 [7]

伯克希尔-哈撒韦公司年会

每年春季都会有成千上万的投资者和崇拜者涌入奥马哈，一连数小时坐在一个拥挤的会议厅里聆听巴菲特的演说。他会回答所有的问题，如果到了午餐时间，股东还有很多问题要问的话，他们可以到休息室购买三明治和可口可乐，吃饱喝足之后再来提问。每年，年会的会议议程都由巴菲特制定。以下这些例子都是从几届不同的年会中整理出来的。

会议议程将以我们惯常的“斯大林模式” [1] 加以组织，以便留出足够的时间回答股东的问题。 [8]

如果你必须在会议过程中离席，最好是在芒格发言时离开，但事实上很少有人中途离场。 [9]

在午饭时间之前或由芒格以一些轻松的话题来结束本届年会之前，我们会一直接受股东的提问。 [10]

会议结束后，我们会安排巴士送非本地居民的来宾到内布拉斯加家具市场、波珊珠宝商店或其他任何伯克希尔-哈撒韦公司有投资的公司参观访问。 [11]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这句话绝不是在开玩笑。在会议休息室里，有销售时思糖果、金厨刀具、《世界大百科全书》、牛仔靴、组合家居和其他伯克希尔-哈撒韦旗下公司产品的推车。巴菲特强调安排人们到伯克希尔-哈撒韦公司旗下商店参观，他们不仅可以购物，还可以受到教育。他曾说过：“你应该到内布拉斯加家具市场，看看工作中的B夫人。” [12]

年会期间，芒格偶尔也亲自参与推销。他特别推崇《世界大百科全书》：“（在年会期间）我卖出的《世界大百科全书》比伯克希尔-哈撒韦公司制造的其他产品都要多……它真是令人惊叹的人类文明的伟大成就——把这么多智慧的结晶浓缩在一起确实是一件令人难以置信的事情。” [13]

随着越来越多的人成为伯克希尔-哈撒韦公司的股东，年会的会务安排变得更为棘手：

你们中的多数人知道，在过去的几年里，我们都在杰世霖艺术博物馆召开年会，但如今它已无法容纳所有的人。我们今天开会的欧菲姆大剧院是一座历史悠久的歌剧院，看来，我们已经和文化结下了不解之缘。但是我也不知道下次我们会挪到哪里举行。 [14]

1995年，年会移到假日酒店的会议中心举行，会议厅再次爆满；1996年随着伯克希尔-哈撒韦公司B股的发行，伯克希尔-哈撒韦公司的股东基数翻了一番，年会再次转移到阿肯萨本体育馆召开；随后年会挪到奎斯特中心举行，这是奥马哈市兴建的一座新的、艺术感很强的会议中心；2007年，超过20000人出席了年会，达到奎斯特中心的最大容量。

[1] 斯大林模式是指一种高度集中的经济、政治体制。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关心股东

伯克希尔-哈撒韦公司的股东、巴菲特的忠实支持者杰拉尔德·皮尔逊说在1965年时，他从朋友那里听说了巴菲特，于是便去找他。巴菲特说他已经不再接收新的投资者加入自己的合伙公司，但和皮尔逊交谈了一个小时后，巴菲特改变了主意。

“好吧，看起来你像是一个不错的合伙人。”巴菲特说。于是从那时起，皮尔逊便成为“巴菲特百万富翁俱乐部”的成员之一。[15]

促使伯克希尔-哈撒韦公司董事会关心股东利益的原因有很多，但其中最重要的原因是：董事会成员本身就是公司的股东，拥有公司大量股票。而且，伯克希尔-哈撒韦公司没有为公司董事及高层管理人员投保责任险，因此如果有人指控董事会管理不当，董事会面临巨额罚款。

当被问及为什么每年都有数以千计的股东不远千里来到奥马哈参加伯克希尔-哈撒韦公司的年会时，巴菲特猜测：

他们之所以来参加年会，是因为我们让他们觉得自己是公司的主人。[16]

巴菲特喜欢投资于那些管理层能设身处地为所有者着想的公司。出于这种考虑，他试图改变所罗门兄弟公司的企业文化：

我们希望看到公司经理由于成为公司的所有者而变得富有，而不是通过对其他人的所有权“搭便车”致富。我想，事实上所有权能为我们最优秀的管理者带来实质性的财富，而且数额也许远远超出他们现在的预期。[17]

和好主意说再见

芒格曾于1981年提出质疑：为什么要由公司的领导者决定股东支持什么慈善机构，因为毕竟公司捐出去的钱都是股东的钱。于是，那一年，他和巴菲特制订了一个公司股东捐赠计划，允许每一位股东选定不超过3家慈善机构，捐赠的金额取决于该股东所持有的公司A股股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

票的数量。后来伯克希尔-哈撒韦公司还发行了B股，但是B股股东不能参与这一捐赠计划。

这一想法很快付诸实施。在这一计划执行的22年中，公司股东捐赠计划一共向大约3500家慈善机构捐款1.97亿美元。最受股东青睐的捐赠对象有学校、教堂和犹太教会。巴菲特和芒格把自己的那部分捐赠额度捐给了自己的慈善基金，主要致力于资助家庭计划。

伯克希尔-哈撒韦公司的捐赠模式受到了政府官员的广泛推崇，甚至连一些保守派也表示认同。诺贝尔经济学奖获得者、经济学家米尔顿·弗里德曼（Milton Freidman）指出，若公司不经商议，便将股东的钱用于捐助慈善机构，民主进程会遭到破坏。议员保罗·吉尔摩在1997年甚至试图以立法的形式要求所有公司采纳这一伯克希尔模式。

然而，从一开始，就有一小部分人反对这项计划，主要是因为捐赠的一部分钱用于支持所谓的自由事业，尤其是用于支持生育权。一家名为“生命抉择国际”的反堕胎组织曾发动了一场针对伯克希尔-哈撒韦旗下子公司的消费者商品抵制运动，但没有成功。2002年，一些股东提交了一份决议，要求终止这项捐赠计划，但是这项决议遭到了97%的股东的反对，未获通过。

2002年，伯克希尔-哈撒韦公司从公司创始人多丽丝·克里斯托弗（Doris K.Christopher）手中收购了美国最大的厨房用具公司——奢侈大厨厨具公司（Pampered Chef）。奢侈大厨厨具公司是一家通过独立分销商进行销售的、集厨具生产、销售于一体的龙头公司，分销商通常在私人的家庭聚会中推销商品。伯克希尔-哈撒韦公司收购奢侈大厨厨具公司后，该公司成为抵制运动的目标，由于推销商和顾客联合起来抵制该公司的产品，以迫使该公司拒绝加入伯克希尔-哈撒韦公司的捐赠计划，奢侈大厨厨具公司的销售出现大幅下滑。巴菲特和芒格不忍看到克里斯托弗的公司和伯克希尔-哈撒韦公司的投资一步步滑向深渊，于是决定对之前制订的公司捐赠计划进行调整，对此，芒格承认：“这使我深受打击。”[18]

但事实上芒格不必那么悲伤。因为有数以百计的投资者，由于早期投资于伯克希尔-哈撒韦公司而成为百万富翁甚至亿万富翁，伯克希尔-哈撒韦公司的捐赠计划并不是他们和社会分享财富的唯一途径，他们有自己的慈善基金或既定的资助组织，他们通过这种方式把自己获得的部分利益回馈社会。20世纪60年代初，唐纳德和米尔德里德·托

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

普夫妇各向巴菲特合伙股份公司投资了25000美元。当唐纳德——一位化学工程教授于1995年去世时，他持有的股份大约为7000股，全部捐给了慈善机构。当米尔德里德于1998年去世后，她捐了7.5亿美元给慈善机构。虽然后来由于她的侄女上诉，法庭更改了她的遗嘱，慈善机构仍然从中受益匪浅。例如，巴菲特的母校——内布拉斯加州大学获得了她捐赠的1.25亿美元。

所罗门兄弟公司丑闻

所罗门兄弟公司的债券交易员保罗·莫泽（Paul Mozer）被指控进行非法美国国债交易。据案件陈述，他试图囤积居奇，操纵市场。这一事件使整个公司的生存面临极大威胁。对此，巴菲特评论道：

“莫泽支付了3万美元的罚款，被判入狱3个月；但所罗门兄弟公司的股东（包括我在内）付出了2.9亿美元的代价，而我还不得不担任该公司10个月的临时主席。” 19

担任所罗门兄弟公司临时主席期间，巴菲特主持了1992年的公司年会。年会持续了3个小时，这3小时令巴菲特如坐针毡，因为股东希望获得更多与所罗门兄弟公司政府债券交易丑闻有关的信息。伯克希尔-哈撒韦公司在所罗门兄弟公司拥有大量投资，[1] 于是，巴菲特是义务为所罗门兄弟公司工作，以帮助它在经历了莫泽事件后重建市场信誉。出名难缠的股东伊夫林·戴维斯质问巴菲特，他如何公正地处理他所乘坐的公司飞机每年在奥马哈和纽约之间往返飞行的158000美元的成本。对此，巴菲特回答道：

“我的劳动很廉价，但我的旅行成本很昂贵。” 20

戴维斯还抱怨与处理所罗门兄弟公司问题有关的2500万美元的律师费太贵，对此，巴菲特回答道：

“戴维斯，如果您能和他们协商这笔费用的话，我会感到很高兴。我唯一想提醒的是，您在讨价还价的时候，稍微要合理一些。” 21

伯克希尔-哈撒韦在线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特把他的股东称为一个社团——他们都是一个名为“格雷厄姆-多德都市”的虚拟社区的居民，这个名字取自格雷厄姆和价值投资学的传奇之父戴维·多德（David Dodd）。以前，“格雷厄姆-多德都市”的成员每年5月的第一个周末在奥马哈举行聚会，但如今，他们都在虚拟空间里聚会。巴菲特在1996年年度信件中宣布：“这是一个私下的决定。”他和芒格决定要把年度信件放到互联网上。他们将会在周六上传年度信件，这样的话读者就能在周一早上开市之前，对年度信件做深入的分析。如今，伯克希尔-哈撒韦公司的网站（www.berkshirehathaway.com ）不仅发布年度信件，还提供政府雇员保险公司网站的链接、新闻发布、巴菲特的评论以及公司的实时新闻和数据。网站上还有众多博客和论坛，例如Ragingbull@lycos.com便是其中之一。可能人气最旺的要数messageboards@aol.com，在这个论坛里，你偶尔会看见小苏茜以Doshoes为名发表的帖子。

[1] 旅行者集团于1997年收购了所罗门兄弟公司，之后旅行者集团又于1998年并入花旗集团。如今伯克希尔- 哈撒韦公司并没有持有该公司的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

雇用的人好，管理的就少

作家罗伯特·迈尔斯（Robert Miles）说巴菲特不仅是一位价值投资者，还是一位“价值管理者”，他一直在寻觅优秀的经理人。[22]

巴菲特说他的聘用表格里有这么一个问题：

你是不是一个充满激情的人？

巴菲特认为最好的经理人应该是这样的：[23]

我喜欢那些忘记他们已经把公司卖给了我，却仍然像公司的所有者那样经营公司的家伙。打个比方，就好像我和某人的女儿结婚，但若她仍坚持和父母住在一起，那我的感觉肯定不太好。[24]

巴菲特对经理人的期望是：

如果他们在管理公司方面需要我提供帮助的话，那么，我想他们和我都会有麻烦。[25]

但有时这一准则也会有例外情况。例如，每年巴菲特会协助经理制定时思糖果的销售价格和《水牛城日报》的发行量，因为管理层和巴菲特都认为，由于巴菲特未涉足公司的日常运行，所以他的建议更客观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

阅历更重要

伯克希尔-哈撒韦公司没有规定退休年龄，事实上，公司的首席执行官为公司服务的年限平均达到了23年。对此，巴菲特说：

你认为自己真的能向一条鱼解释清楚在陆地上行走的感觉吗？若它能在陆地待上一天，它自己获得的感知胜于我们长达1000年的游说。经营公司一天所获得的价值便是如此。[26]

一般来说，白发不会让我们在竞技场上受到伤害，因为我们不依靠敏捷的身手或发达的肌肉来赚钱（谢天谢地）。只要我们的头脑仍然能有效地思考，芒格和我能像过去一样把工作做得很好。[27]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

善于配置资本

全资拥有一家公司而不是仅仅拥有公司的部分股份，其好处在于你能有效地对利润进行再投资，甚至还可以把资金投向其他产业：

我们不属于钢铁行业，不属于鞋业，从本质上说，我们不属于任何行业。我们如今在保险业的地位举足轻重，但我们并不想让这种现状继续下去，因为我们不想让人们产生这样一种根深蒂固的感觉，认为我们将在这条路上一直走下去。因此，我们会把资本从保险公司转移到其他对于伯克希尔-哈撒韦公司更有战略意义的公司。[28]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

勇敢

大学毕业后，巴菲特花了100美元参加戴尔·卡耐基课程培训：

……参加这个课程并不是为了使我在公开演讲时膝盖不发抖，而是为了使我能克服公开演讲之前的恐惧心理。[29]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能力的交叉

我是一位比较成功的投资者，因为我本身还是一位商人；我是一位比较成功的商人，因为我本身还是一位投资者。[30]

我觉得管理和投资是有共通之处的，没有必要为了得到特别的结果做刻意的努力。[31]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔-哈撒韦公司：强大的投资机器

在很长一段时间里，如果你提到伯克希尔-哈撒韦这家公司，人们会问："它不是生产T恤的吗？"但事实上，这家公司从来都没有生产过T恤。当巴菲特开始买进伯克希尔-哈撒韦公司的股票时，其是新英格兰一家日渐衰落的纺织厂。巴菲特曾说这是自己投资生涯中所犯的最大错误。在多次试图拯救这家工厂未果后，巴菲特最终关闭了这家工厂，但他并没有放弃，而是保留了公司的躯壳。他逐渐地、深谋远虑地对它进行了改造，把它改造成世界上最伟大的控股公司。如今公司拥有21.7万名雇员，年收入近1000亿美元。

但该公司的与众不同之处在于，一些人把伯克希尔-哈撒韦公司当作奥马哈奇迹和信仰来膜拜。但如果这真的可以被视为信仰的话，那也是一种有利可图的信仰。

如果你1965年时在伯克希尔-哈撒韦公司投资了1万美元，到2006年，你这笔投资的价值将超过3000万美元。如果你把相同金额的钱投资于标准普尔500指数股票并一直持有，到2006年，你的投资价值仅仅只有50万美元。晨星公司（Morningstar）指出，自从1965年以来，伯克希尔-哈撒韦公司的每股账面价值以每年大约22%的幅度增长，而与此同时，标准普尔500指数每年的增长率大约为10.4%。

伯克希尔-哈撒韦公司是超过65家公司的母公司，拥有大约39只不同公司的股票，涉足不同的领域，从家具到快餐，从鞋子到内衣。然而它最重要的资产是对保险公司的投资。政府雇员保险公司是美国第四大汽车保险公司，通用再保险公司和伯克希尔再保险集团是世界上最大的两家再保险公司。通用再保险公司是世界上唯一一家AAA级再保险公司（保险公司向再保险公司投保以规避重大风险，尤其是一些无法预计的风险，如飓风和地震等）。

巴菲特成功地把伯克希尔再保险集团打造成为世界上仅有的获得穆迪Aaa评级的8家公司之一，Aaa级是公司能获得的最高评级。他是如何做到这一点的呢？一开始，巴菲特仅进行股票投资，后来逐渐地开始以合理价格收购整个公司。而且他使债务保持在最低限度，并对所收购的公司重新进行资本配置，致力于改进公司的盈利水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔-哈撒韦公司最令人印象深刻的资产是它的现金余额：2006年，伯克希尔-哈撒韦公司拥有420亿美元的现金储备。普惠公司的前任分析师艾丽丝·施罗德（Alice Schroeder）说："如今伯克希尔-哈撒韦公司显然已经成了一家保险公司，能产生可以用于投资的超额资本和现金流。当然它最大的优势就在于拥有巴菲特这位配置和运用资本的高手。" [32]

虽然对于保险公司的投资在伯克希尔-哈撒韦公司的资产中占到很大比重，巴菲特仍然强调：

公司拥有众多分散化和强劲的收益来源、至关重要的金融力量和股东利益至上的根深蒂固的文化。我们拥有众多优秀的经理人，他们完全能胜任自己的工作。我希望随着伯克希尔-哈撒韦公司新的收购和扩张，它能变得更加强大，获得更多的利润。 [33]

尽管伯克希尔-哈撒韦公司可能还不能完全符合我们对于信仰的定义，但它的确已经拥有一批忠实的信徒。投资者买入伯克希尔-哈撒韦公司的股票后就不再卖出，甚至还指示他们的继承人要一直持有。因此，伯克希尔-哈撒韦公司年会有时被投资者誉为"麦加朝圣"，而巴菲特则把年会认为是投资者的"伍德斯托克音乐节"。幸运的是，巴菲特从不要求股东喝Kool-Aid [1] 或跟随他冒险。他不希望他们在股价走势不乐观时仍然持股，也不希望他们仅仅只到伯克希尔-哈撒韦旗下子公司购物，但他们却恰恰是这么做的。

[1] Kool-Aid是卡夫食品公司（Kraft Food）生产的一种可变换颜色的饮料，巴菲特持有卡夫食品公司的股份。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第6章　关于投资

巴菲特有一些被他描述为“简单、保守和精简”的投资规则。[1]巴菲特的许多投资方法具有鲜明的个人特色，还有一些则是从老师和实践中学来的。像所有的好学生一样，他所受到的良好教育奠定了其发展的基础，但是，他的建树很快便远远超越了他所遇到的最好的老师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资哲学

规则1：绝不能亏钱；规则2：绝不要忘记规则1。[2]

经年累月，许多非常精明的人终于明白了不管多么长串的数字乘上零总是等于零。[3]

巴菲特反复重申格雷厄姆的观点：

我认为可以用他的三个观点来概括他的知识体系。我并不知道他的这些观点是如何发挥作用的，但它们确实在股票投资方面很有用。这些观点都不复杂，都没有涉及数学或任何诸如此类的东西。（格雷厄姆说）你必须把公司看作是由股票组成的，把（市场）波动看作是你的朋友而非敌人，要记住利润来源于忽略市场波动而非对市场波动“助纣为虐”。在《聪明的投资者》（The Intelligent Investor）的最后一章中，他提到一个关于投资的最重要的词：稳健性。我认为在从现在开始的100年里，这个词将被视为合理投资的基石。[4]

巴菲特这样概括格雷厄姆的观点：

当正确的投资冲动遇上正确的知识体系时，你就会有理智的投资行为。[5]

巴菲特并不担心他的投资规则会过时，他说：

如果规则会过时，就不能称之为规则。[6]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

认清敌人：通货膨胀

通过计算便一目了然，通货膨胀是一种比立法机关所颁布的任何政策都更具有破坏性的税赋，它有一种消耗资本的惊人能力。假设有一个寡妇，存款的储蓄利率为5%，对她而言，在零通货膨胀时期为利息收入支付100%的所得税与在通货膨胀率为5%的年份支付零所得税是没有区别的。在上述两种方式中，政府以一种无论如何都没有留给她实际收入的方式对她征税。她所花费的每一分钱都在消耗她的资本。她会认为100%的所得税是无法容忍的，却不会注意到5%的通货膨胀，其经济效应和100% [1] 的所得税是一样的。 7

如果你觉得你能通过在证券市场上长袖善舞来战胜通胀，我愿意做你的经纪人，但不是你的合伙人。 8

巴菲特这样解释他为什么即使在高通胀时期仍然持股：

部分原因在于我的习惯，部分原因仅仅在于股票代表着公司，而拥有公司比拥有黄金或农田要有趣得多。此外，股票可能是在通货膨胀时期，那些可供选择的少得可怜的投资对象中最好的选择——至少如果你能以合适的价格买进，它们会是很好的投资对象。 9

关于如何控制通货膨胀，巴菲特有自己的见解：

如果能通过一个宪法修正案，规定在CPI指数增长超过3%的年份，国会议员和参议员不得参加选举，我们就能很容易地消除或降低通货膨胀。 10

[1] 原书为“120%”，疑有误，应为“100%。”——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经验的顿悟

当巴菲特读到格雷厄姆的经典著作《聪明的投资者》时，他是一名在内布拉斯加州大学读四年级的19岁学生，他把这一经历比作“朝圣”的过程。这本书使他学到了“为40美分买进1美元”的哲学。[11]巴菲特坦言，在读到这本书之前：

当时我仍在苦苦摸索：我搜集图表，阅读所有的技术分析素材，听信一些似是而非的所谓技巧。就在这时，我读到了格雷厄姆的《聪明的投资者》，就像看见了指路的明灯。[12]

我并不想使自己听起来像一个虔诚的狂热分子，但它（《聪明的投资者》）确实使我深深着迷。[13]

在那之前，我一直都在机械地进行投资，而非用脑进行投资。[14]

本杰明·格雷厄姆

巴菲特最初是通过格雷厄姆的著作《聪明的投资者》知道有这么一个人的。他遇到格雷厄姆本人则是在1950年，当巴菲特进入哥伦比亚大学研究生院学习时。巴菲特说：“格雷厄姆对我的商业生涯的影响，仅次于我父亲。”[15]

巴菲特认为格雷厄姆对于应对投资知识挑战的兴趣要大于积聚财富的兴趣。巨大的求知欲、宽容和冷峻的幽默感使格雷厄姆显得与众不同。[16]

格雷厄姆和巴菲特有很多共同点。和巴菲特一样的坦率、诙谐使格雷厄姆交游广泛，但最主要的相似之处还在于他们对拥有大量金钱不感兴趣，这使他们与众不同（相对于我们大部分人而言）。[1]在巴菲特加入格雷厄姆的公司之后不久，格雷厄姆告诉他：“钱对于你我并没有什么影响，我们不会因钱而改变，只是我们的妻子会因此生活得更好些。”[17]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1951年，当巴菲特从哥伦比亚大学毕业时，格雷厄姆建议他在过热的市场降温前，暂时不要做什么投资。那一年里，道琼斯工业平均指数最高达到250点，而在这之前，道琼斯工业平均指数从诞生以来，从未超过200点。

巴菲特说："我当时有大约1万美元，但如果我采纳了他的建议，我可能仍然只有大约1万美元。" [18]

但不管怎么说，这仍是一个非同寻常的建议，因为格雷厄姆给出的是一个与市场时机背道而驰的、关于职业生涯的警示。格雷厄姆于1956年退休，他显然已经对工作感到厌倦，对股票不再感兴趣了。

格雷厄姆不是一掷千金的投资者，也不随波逐流。他提倡稳健投资，如果你不是急于求成的话，我想稳健投资能使你变得非常富有。稳健投资绝不会使你变得贫穷，因此这是较好的投资方式。 [19]

困扰我们的是有这么多人知道格雷厄姆，却几乎没有人真正理解他。我们在不同的场合谈论我们的规则，并在年度信件中深入地加以阐述。这些规则都简单易懂，也很容易执行。但每一个人都想知道的唯一的事情是"你今天打算买什么股票"？就像格雷厄姆那样，我们广为人知，却很少有人真正理解我们。 [20]

当得出关于投资的想法时，我们绝大多数人还是很警惕的，从不谈论这些想法，直到已经买进我们能买进的最后一股，然后我们才开始嚷嚷。在这方面，格雷厄姆有所不同。他经常在哥伦比亚大学或纽约金融学院授课，他每节课都要引用当前的实例，非常愿意分享被别人视为秘密的东西。把确实会损害自己商业利益的东西传授给别人，这从本质上而言是一种无私的行为。而据我所知，格雷厄姆正是这样做的。 [21]

巴菲特笑着补充道："我无法将格雷厄姆的这一部分优点发扬光大。" [2]

以下摘录了一些格雷厄姆关于投资和市场的有代表性的见解：

帕斯卡曾说过："对于事物的本质，我们可以获得多种解释，但这些解释却并没有真正理解事物的本质。"为了获得诸如此类对"本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

质的解释”，请阅读《华尔街日报》。[22]

尽管格雷厄姆和巴菲特一样，对数学有着与生俱来的狂热，却警告那些过分依赖表格、图形或公式的投资者，他说：

即使证券购买者的潜在动机只是为了满足投机性的贪欲，人类的天性也会促使他试图用表面的逻辑和理性来掩盖这种丑陋的动机。[23]

格雷厄姆经常提醒投资者，他们拥有自己所投资的公司，是公司的所有者，不能任由自己被管理层摆布：

“对于那些心存不满的股东，我只想说一句话，在我看来，仅仅不满是不够的。《华尔街日报》最大的问题就在于，无法把公司重大事件中纯粹的麻烦制造者或罢工发起者，与那些其合理不满应引起公司管理层和董事会关注的股东区分开来。”[24]

虽然巴菲特很欣赏格雷厄姆，但在一些方面却和他产生分歧：

格雷厄姆希望所有交易的收益都是可以计算的，我则希望所有交易能产生的未来现金流是可以计算的。我认为实践格雷厄姆方式的最佳时机是1973年或1974年，当时，你能轻易地计算出投资收益。[25]

和20年前相比，如今我愿意为好的公司和好的管理层支付更高的价格。格雷厄姆倾向于孤立地研究统计数据，我则越来越看重无形资产。[26]

已故的红杉基金公司的创办者威廉·鲁安在参加格雷厄姆在哥伦比亚大学召开的研讨会上结识了巴菲特。鲁安说格雷厄姆和巴菲特共同完整地阐述了应如何投资：

如果把格雷厄姆的著作奉为“圣经”，巴菲特则为它注入了新的东西，因此巴菲特的著作被奉为“新约圣经”。[27]

格雷厄姆晚年时告诉巴菲特，他每天都希望做一些“愚蠢的、有创造性的和慷慨的事情”。格雷厄姆说通常早餐之前，他便能完成其中的第一类事情。[28]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格雷厄姆快70岁时，生病住进了圣迭戈医院。其间他让巴菲特帮他修订《聪明的投资者》的新版，巴菲特答应了。但后来格雷厄姆痊愈后又自己着手进行修订。格雷厄姆似乎不太喜欢巴菲特的一些改动之处。那么巴菲特到底做了什么改动呢？巴菲特认为改动不大：

我只是想更多地阐述一些与通货膨胀有关的内容，以及关于投资者如何分析公司这方面的内容，但我并没有打算改变他所提出的“十诫”。 [29]

数十年来，格雷厄姆的理论很少被选入大学教学内容，对此，巴菲特认为：

缘由就在于格雷厄姆的理论不够深奥。相反，大学里教的都是一些难懂却没有什么用的东西。商学院推崇复杂理论而非简单理论。但事实上，简单的理论更有效。 [30]

然而，在巴菲特成名和成功后，哥伦比亚大学、斯坦福大学和其他一些商学院都纷纷邀请格雷厄姆去讲学。

如今世界各地的投资者和巴菲特一样崇拜格雷厄姆。巴菲特说：“他为许多人指明了道路。” [31]

那么，关于巴菲特，格雷厄姆又有什么看法呢？格雷厄姆告诉加利福尼亚州德尔马的一位投资者查尔斯·布兰德斯：“巴菲特已经做得很好了。” [32]

[1] 巴菲特最终赚到比格雷厄姆多得多的钱。当格雷厄姆于1976年以82岁的高龄去世时，留下了大约300万美元的遗产。
[2] 除非应证券交易委员会的要求，或交易过后很久，否则巴菲特在向投资者说明伯克希尔-哈撒韦公司的业绩时不会透露他所买入的股票。一般来说，伯克希尔-哈撒韦公司不公布投资金额低于6亿美元的投资项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

别在意教授怎么说

巴菲特批判有效市场假说、β系数以及其他一些如今仍然在一些重点大学作为教学内容的理论。他相信，这些理论过多地依赖抽象假设，不具有充分的普遍意义：

如果市场总是有效的话，我将成为一无所有的乞丐。 [33]

在一个人们都相信市场有效性的市场上进行投资，就像和被告之不需要盯着手中的牌的人打桥牌一样容易。 [34]

商学院教导成千上万的学生：思考是没有任何好处的。这对我来说，非常有利。 [35]

时下的金融课程只能使你变得平庸。 [36]

当有人请巴菲特的搭档芒格评价现代投资组合理论时，他总是不屑一顾。他会说这类概念是“一种甚至无法被归类的愚蠢的理论”。 [37]

关于如何把“资产配置”到未来收益最高、表现最优的产业，巴菲特说：

我只是见机行事。从本质上来说，我们对具体的行业类别不感兴趣，我们只对价值感兴趣。 [38]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

遭遇“市场先生”：你的仆人而非领导

“市场先生”是格雷厄姆为了向其学生解释市场行为而创造出来的一个词。格雷厄姆说股票市场应该被视为一位受情绪摆布的商业搭档。[39] “市场先生”每天都会透露一个价格，这个价格是他愿意买进你所持有的公司股份，或把他的股份卖给你的价格。不管他的出价多么疯狂或你多么频繁地拒绝他的报价，第二天“市场先生”还是会给出新的报价，而且每天如此。巴菲特说这个故事想要说明的问题是：“市场先生”是你的仆人而非领导。

1989年3月，股市大跌时，巴菲特写道：

我们不知道超卖会持续多久，我们也不知道什么能够改变促使政府、债权人和买方疯狂抛售的态度。但我们知道别人越不谨慎地管理他们的投资时，我们就必须越发谨慎地管理我们自己的投资。[40]

在20世纪的最后几年，伯克希尔-哈撒韦公司的价格曾出现暴跌，除了由于投资者的投资失去理智地向包括高新技术或互联网在内的相关产业倾斜之外，问题还出在伯克希尔-哈撒韦公司对于通用再保险公司的收购、有关巴菲特健康状况欠佳以及认为他没有能力实现以往辉煌的传言。1998年年中时，伯克希尔-哈撒韦公司股价曾高达8万美元/股，但是到2000年3月，股价跌到几乎只有原来的一半。在2001年年度信件中，巴菲特写道：

这对于那些喜欢从偶然性事件中牟利的人来说，无疑是天赐良机：巨大的泡沫在2000年3月10日破灭了（但是直到数月后我们才意识到这一事实）。在那一天，纳斯达克指数达到有史以来的最高位——5132点（而现在只有1731点）。也就在同一天，伯克希尔-哈撒韦公司股票的成交价为40800美元，这是自1997年年中以来的最低价。[41]

然而在这段黑暗的日子里，伯克希尔-哈撒韦公司的账面价值却仍在增加，尽管增加的幅度很小。截至2005年，伯克希尔-哈撒韦公司的股价已经大幅反弹，远远高于曾经的最低价。但巴菲特却懊恼不已，因为当一些他长期持股的公司的股价被普遍高估时，他没能把握住获取更多利润的机会。他说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我犯了个重大错误，那就是在泡沫膨胀时没有把一些持股量大的股票抛掉。如果这些股票如今的价格充分反映了其价值，你必然会质疑4年前当它们的内在价值远远低于其市场价格时，我究竟是怎么想的，居然没有把它们抛掉，我为此懊悔不已。 [42]

当市场条件发生逆转时，投资者如何才能确定被市场低估的股票价格最终能回升呢？

为格雷厄姆-纽曼公司工作时，我问格雷厄姆：当市场条件发生逆转时，谁能告诉我该怎么做。他只是耸耸肩，回答说最终市场会告诉我该怎么做。我想他是对的：从短期来看，市场能告诉你买什么股票；从长远来看，它能告诉你买多少股票。 [43]

人们会变得非常贪婪、害怕或愚蠢这一事实是可以预期的，但这些情绪所导致的结果是无法预期的。 [44]

市场就像救世主，会帮助那些能自救的人。 [45]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

忽略“市场先生”的情绪

我和芒格从不对市场妄下判断，因为这没有任何好处，反而可能影响我们原有的正确判断。[46]

你不可能由于把握住市场风向就变得富有。[47]

市场是一个参照物，我们只能借此判断某人是否在做蠢事。我们在股票市场上进行投资，实际上就是对公司进行投资。[48]

如果我们发现一家自己喜欢的、值得投资的公司，其市价并不会对我们的决策产生实质性影响。从本质上说，我们是通过公司与公司之间的比较来做出决策的，几乎不考虑宏观经济因素。换言之，如果有人向我们提交一份由最权威的学者做出的关于宏观经济运行的预测，内容包括失业率、利率以及经济运行在未来两年内是否良好等，我们并不会予以关注。我们只是试图关注自己了解并且价格合适、管理层令人满意的公司。我们对与国会相关的任何信息都不屑一顾。因为我们认为对于这些事情的关注对我们的投资决策没有裨益。[49]

约翰·梅纳德·凯恩斯曾说过：“不要试图把握整个市场的运行，应努力找出你理解的公司，然后仅关注这些公司。”[50]

由于某些原因，人们容易接受价格暗示而不是价值暗示。但价格暗示并不总是有效的，尤其是当你投资于自己并不了解的公司时，或仅仅因为看到上星期价格暗示对某人有效而进行投资时，它们常常会失灵。因此，世界上进行股票投资最缺乏说服力的理由，就是价格的上涨。[51]

市场前景从来都是不明朗的，由于乐观的市场情绪影响，你会以非常高的价格买进。但事实上，不确定性对于那些进行长期价值投资的投资者来说是有利的。[52]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

聆听机遇的召唤

虽然巴菲特不能预期市场的走向，但当股票价格普遍过高或过低时，他有几次做出了正确的判断。他所凭借的线索是：市场上几乎没有可以买进的被低估的股票（牛市），或者有太多值得买进的好股票，以至于投资者无法将它们全部买进（熊市）。例如，1973年，股价非常高，他说：

我觉得自己就像是流落在一座荒芜孤岛上的、雄性荷尔蒙分泌旺盛的家伙——我几乎找不到可以买进的股票。 53

1974年，巴菲特迫切想要进行投资的状态仍然没有改变，但他的处境（比如说市场）发生了改变。他告诉记者：

我觉得自己就像妻妾成群的、雄性荷尔蒙分泌旺盛的家伙——是时候开始投资了。 54

总的来说，伯克希尔-哈撒韦公司及其长期投资者能从股市下跌中获得利益，这和规规矩矩的食品采购商从食品价格下降中获得利益的原理是一样的。因此，当有时市场既不是由于恐慌也不是由于悲观而垂直下挫时，这对于伯克希尔-哈撒韦公司来说是个好消息。 55

但有时巴菲特找不到能吸引他的投资对象：

如今我既不喜欢股票也不喜欢债券。我发现自己和梅·韦斯特[1]一样极端，正如她宣称：“我只喜欢两种男人——外国男人和本国男人。” 56

巴菲特说自己喜欢在“债务负担造成公司业绩下滑”时买进该公司的股票。 57

无论市场条件看起来是向好还是恶化，机会总会突然出现。一群来自田纳西州大学的学生参加学校组织的一年一度的旅行来到奥马哈考察伯克希尔-哈撒韦公司，巴菲特接见了他们，他们之间的这次际遇为巴菲特带来了投资机会。因为，此后每学期结束时，这些学生都会送他一份礼物，如他们教练签名的足球、篮球等。2003年，他们送给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特一本书，是克莱顿公司创始人吉姆·克莱顿（Jim Clayton）的自传，这本书使巴菲特发现了一家值得投资的公司。

我早就知道该公司是一家表现卓越的预制房屋制造公司，我之所以知道克莱顿公司，是因为较早时错误地买进了一些令人沮丧的、奥克伍德公司的垃圾债券，该公司是这一行业最大的公司之一。当买进奥克伍德公司的债券时，我并不了解整个预制房屋制造业的消费者信贷现象有多么严重，但我认为奥克伍德公司不会迅速破产。 58

巴菲特认为克莱顿在借贷方面要比其主要竞争对手“谨慎得多”。当收到这本书时，巴菲特告诉学生自己非常欣赏克莱顿。稍后不久，他便打电话给克莱顿的儿子——凯文·克莱顿（Kevin Clayton），表达自己对克莱顿的欣赏。通过那通电话，巴菲特深信如今掌管该公司的凯文在管理方面有两个非常显著的特点——诚实和精干。

在那之后不久，我仅仅基于克莱顿的自传、自己对于凯文的评价、克莱顿公司公开的财务状况以及从奥克伍德公司的投资经历中获得的教训，出价收购了克莱顿公司。 59

巴菲特的报价令克莱顿董事会震惊，因为当时整个行业普遍由于消费者信贷规模过大而处于困境。他们非常乐意由巴菲特提供并管理资本，却由他们继续管理公司。后来所发生的一切便是大家津津乐道的事实：克莱顿收购了奥克伍德公司。

当交易（克莱顿收购奥克伍德公司）达成时，克莱顿的生产能力、产品覆盖地理区域和销售渠道都将实现显著的增长。作为副产品，我们以非常低的折扣买进的奥克伍德的债务，也可能会为我们带来小额利润。 60

[1] 梅·韦斯特（1893—1980）是20世纪30年代美国著名的女演员、歌手和剧作家，她是好莱坞的第一位性感女明星，以提倡性解放而著称。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理解价格和价值的区别

价格是你支付的钱，而价值是你得到的钱。[61]

当伯克希尔-哈撒韦公司于1992年收购奥马哈的中央州立保险赔偿公司（Central States Indemnity Co.）时，该公司的高级管理人员威廉·凯泽这样描述这笔交易：“他给出的报价相当于公司每年收益的10倍。我说，‘去年我们的收益是1000万美元，因此如果我没有算错的话，您的报价应为1亿美元’。当我报出这一价格时，努力掩饰内心的激动。他说，‘成交’。于是我想乘胜追击，说，‘1.25亿美元如何’？他说，‘太迟了，我已经决定了，就1亿美元’。”[62]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

寻找内在价值

内在价值是一个重要的、与此同时却又是令人难以捉摸的概念：

没有公式可以计算内在价值。你必须了解你打算买进股票的那家公司的情况才能获得有关内在价值的信息。[63]

评估公司的内在价值既是一门艺术又是一门科学。[64]

我们并不一定非得等到价格触底时才买进。但若公司的价格低于你认为这个公司应有的价值时，就必须抛掉，而且公司必须是由诚实、有能力的人来管理。如果今天你能买进一家当前价格低于其内在价值的公司的股票，而且你对公司的管理层有信心，那么，如果你能买进更多类似公司的股票的话，你会赚到钱的。[65]

不过，不要担心价值投资者会把所有有利可图的交易收入囊中：

在过去的35年间，我所实践的价值投资并没有形成气候。人性的弱点使人们喜欢把简单的事情复杂化。[66]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

期待市场出现步调不一

当随波逐流的人们抛出股票时，伯克希尔-哈撒韦公司买进股票。[67]

当大多数人对股票感兴趣时，人们会随大流。但我一般在没有人对股票感兴趣时，对股票产生兴趣。你不能指望通过买进热门股票获得高收益。[68]

你不必是一位航天科学家。投资并不是一场智商160分的人就必然能战胜智商130分的人的游戏。对于投资来说，理性是至关重要的。[69]

乐观地说，达到财富顶端的道路不止一条。[70]

“二手雪茄烟蒂”投资哲学

——沃特·施洛斯与沃伦·巴菲特之间的融洽谈话

有一次，格雷厄姆充满工作热情的学生巴菲特前往新泽西参加一家格雷厄姆持有股份的公司的年会。而同样在格雷厄姆-纽曼公司工作的沃特·施洛斯恰好也在那里。他们开始交谈，一起去吃午饭，从此便成了朋友。施洛斯后来离开了格雷厄姆的公司，成立了自己的公司。巴菲特在自己最近发表的著名演讲“格雷厄姆-多德都市里的超级投资者”中强调了施洛斯所取得的非凡投资业绩。

39年来，和标准普尔500指数不到10%的增长率相比，施洛斯为股东带来平均20%多的年复合收益率。在基金没有获利的年份，施洛斯为了将支出控制在最低水平，甚至取消了自己应得的管理报酬。对此，施洛斯说：“如果我的工作没有做好，就不应该获得报酬。”[71]

巴菲特说：“我想施洛斯的经营方式为我们所有人都上了深刻的一课（芒格已经领会其中的要义）。施洛斯持有所罗门兄弟公司的股票有一年之久，收益显著，而正是这只股票令伯克希尔-哈撒韦公司不得不开动‘不可或缺号’的引擎，载着我往返于纽约和奥马哈之间穷于应付。”[72]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下面是巴菲特和施洛斯[73]在纽约证券分析师协会举办的格雷厄姆100周年诞辰的纪念仪式上所进行的亲密谈话的浓缩版本。巴菲特解释说格雷厄姆觉得任何形式都是一种欺骗，例如召开只有高层管理人员参加的会议，却将个人投资者排除在外。

巴菲特：我倾向于进行善意的欺骗，但在这方面施洛斯却是保守分子。在过去几年里，他的确已经取得了不俗的投资纪录，我将告诉你们这一切。

施洛斯：我真的不喜欢跟管理层谈话。相对而言，股票更容易打交道，因为它们不会和你争论，不会有情绪，你也不需要把它们紧紧握在手中。如今，巴菲特是个非同寻常的家伙，因为他不仅是优秀的分析师，还是优秀的推销员，是一位有着卓越判断能力的人，这些特质是非同寻常的组合。我坚信，如果我打算收购某人的公司，他第二天肯定会退出。但有时我会对他的性格或其他因素判断失误，抑或我可能没有意识到，他的确是由于不喜欢这家公司，真的想出售该公司才放弃的。当买下某家公司后，巴菲特会放手让公司原来的管理层继续经营该公司，这也是一个特殊的显著特点。

施洛斯（在稍后的讨论中）：我拥有大量股票，但巴菲特并不赞成我这么做，但我无法控制自己。你必须做一些令自己觉得开心的事情，即使这些事情可能并不像巴菲特所从事的事情那样有利可图，毕竟巴菲特是独一无二的。（因为我拥有这么多股票）其中某一单一股票的风险并不显著。我试图根据资产而非收益来买进被低估的股票。依据资产而非收益进行判断，使我的投资活动得到了改善，因为收益容易发生变动。

巴菲特（在稍后的讨论中，仍坚持自己的观点）：施洛斯拥有数不清的证券，我把这称为“二手雪茄烟蒂”投资方法：你找到了这些充分燃烧的、只剩烟蒂的雪茄，它们是免费的，你把他们捡起来，还可以抽上一口。但任何事物都是有价的。最近施洛斯罕见地说他要买一根“新雪茄”，但他是在削价处理时买的。

施洛斯在另一场合这样评价巴菲特：“从来都没有人能做到像他那样……因为要使公司实现持续的增长是非常困难的。也许有一天他会用它（伯克希尔-哈撒韦公司）吞并加拿大。”[74]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收益！收益！收益！

收益或者对未来收益的承诺赋予股票价值：

我们喜欢那些能为投资资本带来高额回报，而且有可能持续带来高额回报的股票。例如，最近一次我们买进可口可乐的股票时，它的价格大约是收益的23倍。但把我们的买入价和今天的收益进行比较，发现价格仅为收益的5倍。股票的价值的确是投入资本、投入资本回报和未来产生的资本，与当天买入价比较之后的综合结果。[75]

如果公司运行良好，公司的股票最终会体现这一点。[76]

巴菲特认为买进收益强劲的公司的股票是通货膨胀时期很好的保值方式：

通货膨胀会引发公司的融资需求，但具有讽刺意味的是盈利状况好的公司通常拥有最高信用等级，因此相对较少依赖债务资本。但那些盈利能力落后的公司往往信用等级较低，无法得到充足的资本。与20年前相比，借款人能更好地理解这一问题，因此他们不太愿意让这些对资本如饥似渴、盈利能力低的公司自己面对融资困境。[77]

一个财务季度的经营状况并不能反映出收益趋势，正如巴菲特在讨论所罗门兄弟公司的未来方向时所提到的那样：

只要我们能创造15%的年权益收益率，我并不担心一个季度的收益。[78]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

向前看，不要向后看

养老基金经理仍然凭借对过去的分析来做出投资决策。这种孤注一掷的方法经时间检验，证实是代价高昂的，而且这次可能也会令我们付出同样高昂的代价。[79]

当然，今天的投资者不能从昨日的利润增长中获得收益。[80]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规避风险

作家蒂莫西·维克（Timothy Vick）说："巴菲特总是试图把他的损失降到最低，直至为零。人们说巴菲特是伟大的股票价值发现者，我却把他看作伟大的风险规避者（规避收益差的投资）。"[81]

我非常注重确定性……如果你也能做到这一点，那么风险不会对你产生任何影响。如果你承受了巨大的风险，那么归根结底是由于你对于未来的结果是不确定的。如果你分散买进一些值得投资的证券，就不会有风险。[82]

巴菲特经常用《华盛顿邮报》作为一个无风险投资的例子。1973年，《华盛顿邮报》的市价为8000万美元，公司没有任何债务：

如果你问任何一个生意人，《华盛顿邮报》的资产值多少钱，他们会说4亿美元或其他差不多的价格。即使你凌晨2点在大西洋中间举行拍卖，人们也会前来参加竞拍。因为这家公司由正直且富有能力的人经营，他们都拥有公司相当大比重的股份，因此投资于这家公司非常安全。即使让我把自己所有的净资产都投资于这家公司，我也不会有丝毫迟疑。[83]

风险源于你并不了解自己正在从事的事情。[84]

保险业正是一个关于承担风险的行业，偶然还必须承担天灾人祸造成的风险，再保险行业更是如此。巴菲特的再保险集团为2002年冬季奥林匹克运动会提供保险，为拳王迈克·泰森以及众多的彩票中奖者提供人身保险。2001年9月11日之后，伯克希尔-哈撒韦公司进一步完善针对大型恐怖活动造成的生命财产损失保险的再保险政策。

若城市发生严重地震，或暴风雪横扫欧洲，请为我们祈祷吧。[85]

由于2001年9月11日恐怖分子袭击世贸中心，伯克希尔-哈撒韦再保险集团损失22亿美元。2005年伯克希尔-哈撒韦再保险集团再受重创——由于卡特里娜飓风、丽塔飓风和威尔玛飓风造成高达25亿美元损失，其保险业务陷入亏损。但伯克希尔-哈撒韦再保险集团渡过了这场危机，关键就在于它拥有一个足够强大、能够经受住偶然性大规模亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

损的母公司。但值得引起重视的是，即使在相对平静的2006年，飓风和恶劣天气也为保险公司带来越来越多的考验：

2004～2005年可怕的飓风是反常现象吗？抑或它们是地球给出的首次警告，预示21世纪的气候将和我们过去所经历的气候有着本质区别？如果对第二个问题的答案是“正确”，那么我们马上就会意识到2006年将是极具破坏性的暴风雨来临前的片刻宁静。这一切会动摇保险业的根基。如果你认为卡特里娜飓风是最坏的情况，这种想法过于天真。[86]

可以预计的风险和过于狂热的期望之间还是有很大区别的：

很久以前，艾萨克·牛顿爵士提出了三大运动定律，这是天才的杰作。但牛顿的天赋并没有延伸至投资领域，他在“南海泡沫事件”中损失惨重，对此，他后来表示：“我能计算出行星的运动轨迹，却无法预计人们的疯狂行为。”如果不是因为这一损失令他一蹶不振，牛顿爵士极有可能会发现第四大运动定律：对于投资者整体来说，运动加速收益减少。[87]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不要赌博

如果奖金很诱人但参与费用很低，则不管赢的机会多么微乎其微，人们都会有赌博倾向。这就是为什么拉斯维加斯的赌场要大肆宣传巨额累积赌注，各州的彩票抽奖要强调高额奖金。 [88]

一些远期交易和赌博游戏并没有什么区别：

交易越活跃，公众付出的成本就越高，在这些交易背后流入经纪商口袋的钱就越多。 [89]

如果你无法抗拒赌场的诱惑，那么要时刻保持清醒：

你正在和这个市场上众多愚蠢的人打交道。这就像一个大赌场，每个人都已经喝得酩酊大醉，如果你能坚持只喝可乐，那么你应该能赢钱。 [90]

Gruntal&Co.经纪公司的马歇尔·温伯格提到有一次他在曼哈顿和巴菲特共进午餐：“他吃了一个特别的火腿乳酪三明治。几天后，我们再次外出就餐。他说，‘我们还是到上次那家餐厅吧’。我说，‘我们不是刚刚去过吗’？他说，‘正是因为刚刚去过，我们为什么还要冒险到其他地方去就餐呢？去上次的那家餐厅，我们就能知道自己要吃什么了’。”对此，温伯格说：“这就是巴菲特对待股票投资的态度。他只投资于那些获利机会高的股票，而它们总是不会令他失望。” [91]

人们（大概）宁愿希望通过买彩票实现一夜暴富，而不愿慢慢致富。 [92]

在证券市场上进行赌博会使投资者陷入孤立无援的境地，也会对国民经济产生负面影响：

我们并不需要更多的人在这个国家的股票市场上用衍生金融工具进行投机，也不希望有经纪商怂恿人们这么做。我们需要的是投资者和顾问，他们关注某一公司的长期前景，进行相应投资。我们需要的是有着明智承诺的投资资本，而不是发挥杠杆作用的赌注。但是在资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本市场上理智的投资行为并未得到促进，而是受到了抑制。因为在相同的竞技场上，并存着活跃的赌博行为，它们和投资行为使用类似的业内语言，甚至连提供服务的雇员都是同一批人。[93]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关注非同寻常的市场环境

当一些优秀的公司被一些非同寻常的外部环境所困扰而导致其股价被错估时，巨大的投资机会来临了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不要被市场环境所左右

只有经过大浪的考验，你才能知道谁真的可以在毫无保护的状态下游泳。 [95]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

避免过度负债

巴菲特把负债称作“系在公司方向盘上的匕首，直指其要害”：

你某天会因为地面崎岖不平而受到伤害。[96]

芒格也提出了对于债务的看法：“我和巴菲特都不敢借钱来买股票。如果你以自己的股票为抵押获得借款来购买股票，虽然因股价下跌而亏损，从而无力偿还借款的可能性很小，但始终是存在的。因此，完美的做法是以一种不会受临时因素干扰的方式筹集资金。”[97]

巴菲特还说长期存在的美国贸易赤字是一项以国家资产做担保的、危险的应付债务：

当我们试图实现贸易收支平衡时，我们的财富成了施加于我们身上的诅咒。如果我们不像现在这么富裕，则商业活动会限制我们的贸易逆差。然而，由于我们富裕，我们能不断地用收益资产交换消费品。我们就像一个富有的农场主家族，每年都卖掉一部分田地，以这部分收入来维持一种无法依靠当前产出加以保障的、奢侈的生活方式，直到所有的田地都卖完。这个家族只注重享乐，而从不付出。最终，这个家族将从地主沦为佃农。[98]

巴菲特曾提出一个贸易收支问题的解决方案：建立一个按照出口商品价值发放进口许可证的系统，也就是说，要想把相同价值的商品输入美国，必须要获得相应的进口许可证。因此出口商可以把自己的许可证卖给进口商，这可能会演变为一个买卖或交换许可证的系统，确保进口和出口的价值总是相等。巴菲特在《华盛顿邮报》1987年的一期“社论对页版”[1]中提出了这一方案。也许因为这一建议可能会增加进口商品价格，减少美国对于外国商品的消费（从而达到控制超过我们生产能力的国民消费的目的），没有人愿意采纳巴菲特的计划。

[1]“社论对页版”，不代表报社立场的评论版。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

寻找刺激的交易

曾经出版过有关巴菲特投资风格著作的一位作家描写了巴菲特如何衡量公司今天以及未来能产生的现金流，然后使用合理的贴现率对这些现金流进行贴现，求现值。巴菲特有没有可能仅仅在头脑中进行这些运算呢？的确有这样的可能，因为我们找不到任何相关的书面记录。

对此，芒格愤愤不平地说：“巴菲特总是提到这些贴现后的现金流，但我从未见他计算过。”

巴菲特的回答是：“我的确计算过。如果它（公司的价值）不能使你动心，那是因为价值太接近价格了。”[99]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在可能的情况下进行套利

如果把巴菲特的投资方式提炼到最简单的形式，他的投资活动可以归纳为三种主要类型：

（1）一般性投资：投资于那些被低估的、能提供令人满意的安全收益的绩优股。

（2）控股投资：伯克希尔-哈撒韦公司控股或完全拥有那些公司的股份。在某些情况下，巴菲特逐步地从一般性投资发展为完全拥有该公司的股份，例如他对原来的伯克希尔-哈撒韦公司和政府雇员保险公司的投资便是如此。

（3）套利或其他特殊投资：在公司合并、收购、重组、清盘、货币市场或商品市场失衡时会出现套利机会。

巴菲特在一次商业研讨会上说："因为今晚我母亲不在场，我才会向你们承认我曾经从事套利交易。"[100] 巴菲特早年在格雷厄姆-纽曼公司工作时学会了套利交易。如果纯粹从形式上说，套利就是在一个市场低价买进，然后在另一个市场高价卖出。当一家公司宣布以高于市场报价的价格收购另一家公司时，巴菲特会进行套利交易：

我们密切关注任何与套利交易有关的消息，包括它们发布的信息，我们认为该公司的价值应为多少以及我们应支付多少，我们多久才能实现收益，我们还试图计算这一收购成功的可能性，这些就是我所考虑的东西。所涉及的究竟是哪一家公司对我而言并不重要。[101]

1998年年初，巴菲特宣布伯克希尔-哈撒韦已经持有1.297亿盎司[1] 白银，占世界已开采总量的30%。巴菲特从1997年7月25日开始买进白银，那一天银期货合约的价格为4.32美元/盎司，是650年以来的最低价。买进这些白银花了伯克希尔-哈撒韦6.5亿美元，但到1998年2月他公开伯克希尔-哈撒韦的白银采购交易的那天为止，他的这一投资已经增值到8.5亿美元。

这是自从亨特兄弟[2] 1980年试图操纵白银市场以来最大规模的单一白银头寸。虽然，巴菲特所持有的白银头寸规模大得惊人，但仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仅占伯克希尔-哈撒韦资本的2%左右。

巴菲特最早开始对白银产生兴趣，要追溯到20世纪60年代，当时传闻美国政府可能会用这种金属铸造钱币。尽管那次事件后他并没有买进白银，但始终密切关注白银市场的动态。由于使用者的需求超过了开采能力，以及政府的回收，导致银条库存急剧减少时，巴菲特和芒格认为市场均衡终将在某一时点恢复，价格将上涨。

均衡如期而至，但均衡的实现经历了一段相当长的时间。为此，在2000年年会上，芒格向股东解释道：“市场的反应过于迟钝。”然而，银价终于开始缓慢上涨，2005年达到8.83美元/盎司，2007年2月涨到13.73美元/盎司。在9年里，巴菲特所拥有的白银的价值翻了3番，达到将近13亿美元。

[1] 1盎司=28.3495克。
[2] 20世纪70年代，亨特兄弟及几个富有的阿拉伯人合资买入2亿盎司白银，相当于当时全世界可以交货的供应量的50%。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要有耐心

在投资中，不会出现类似于棒球比赛中打击手未挥棒却被主审判定为好球这样的好事，即主审认为你可以站在那儿一动不动，而投手恰好会把球投到正中。但在投资中，如果通用汽车合适的买进价位是47美元，而由于你对该公司了解不足，没有在这个价位买进，便错失了投资良机，没有人会判定这是一个“好球”。你唯一能获得“好球”的机会就是不断地挥棒、不断地失误。[102]

巴菲特在另一个场合中说道：

当球还在投手的手套中时，我绝不会挥棒。[103]

当机会出现时，你应该有所作为。当我有很多想法时，我的人生便处于活跃期，当然我也曾经在很长的一段时间里想法枯竭，那时，我的人生便处于休眠期。如果下周我能想出一个点子的话，我会付诸行动。如果我没有想法，那我绝不会贸然行事。[104]

即使邮件延误了3个星期，你应该也能进行完美的投资。[105]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

独立思考

芒格说来自奥马哈的巴菲特富有最初拓荒者身上那种独立自主的精神："巴菲特相信，成功的投资从本质上来说，应该是一次独立的投资。" [106]

巴菲特对于经纪商的推荐会给予多大的关注呢？

绝不要问理发师你是否需要理发。 [107]

至于股市预测，巴菲特的态度是这样的：

预测通常更多地告诉我们关于预测者的想法而不是真实的未来。 [108]

总是有许多人想让巴菲特为他们的计划投资。对于大多数人，他说：

如果是用你们的钱为我的想法投资，我们一定会合作愉快。 [109]

虽然芒格有时会和巴菲特意见相左，但他们还是组成了一个决策二人组：

我对于团队决策的看法是：以人为镜。 [110]

如果联邦储备委员会的前主席艾伦·格林斯潘私底下对我说未来两年里他的货币政策将会是怎样的，即便如此，也不会改变我所要做的事情。 [111]

他还强调尤其不能相信计算机：

设计出来的工具越多，投资者就必须变得越精明。 [112]

你必须学会自己思考。令我惊讶的是高智商的人总是倾向于盲目地听从别人的意见，而我从未从和别人的交谈中获得好的投资想法。 [113]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

拥有合适的工具

巴菲特对于个人投资者的建议是：

你必须了解公司的运作和会计语言，拥有对这一投资项目的极大热情和易冲动的特性，这些因素也许比智商更重要。因为这一切使你能独立地思考，避免那些不时会感染整个投资市场的各种歇斯底里的情绪对你产生干扰。[114]

巴菲特认为掌握会计基础知识是一种自我保护的手段：

如果经理想让你了解公司所发生的一切的话，他们完全可以按照会计准则的要求为你提供会计信息。但不幸的是如果他们想要敷衍你的话，至少对于某些行业来说，他们完全可以在不违背会计准则的前提下做到这一点。如果你无法意识到这两者之间的区别，你就不应该涉足证券投资业。[115]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

警惕华尔街

华尔街是唯一一个令那些开着劳斯莱斯的人趋之若鹜，去向那些坐地铁的人请教的地方。 116

其他领域的全职专业人士，比如说牙医，能为外行人带来很多好处。但总的来说，人们不能从专业的理财顾问那里获得什么好处。117

华尔街喜欢把疯狂的金钱游戏的扩大描述为综合的、符合社会道德标准的行为，认为这有助于整体经济的调整。但事实却正好相反：短期交易行为就像无形的脚，不时会把经济踢得偏离了正常轨道。118

期权交易者是首当其冲受到谴责的对象：

我常常想象，如果一艘载着25名经纪人的船沉没了，他们奋力游到了一座没有任何人会来援救他们的小岛。我想，为了发展能使他们的消费和享受实现最大化的经济，他们会不会让其中的20人生产食物、衣物和房屋等，而让另外5人不断地对这20人的产出做期权交易呢？ 119

对于在华尔街工作的许多人来说，公司和股票都不过是他们所从事交易的原材料。 120

芒格说自己同意凯恩斯认为投资经理是一个“低级职业”的观点：

我和巴菲特与凯恩斯在实际经营公司以及资本配置方面有一点不同。凯恩斯通过为他所在的大学赚钱、为国家服务来“赎罪”；我通过参加一些公益活动来“赎罪”；巴菲特则用他的成功投资为人们提供指引来“赎罪”。我们喜欢为那些从很久以前，当我们还很年轻、没有什么钱时就相信我们的人赚钱。121

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只买你了解的股票

投资必须是理智的，如果你不了解这只股票，就不要和它打交道。[122]

当被问及如何使用衍生金融工具作为投资利器时，巴菲特说衍生金融工具的风险是双倍的，因为很少有投资者能很好地了解衍生金融工具，而这些衍生金融工具是能发挥杠杆作用的：

如果你把无知和负债结合在一起，那后果将是非常刺激的。[123]

我希望能解释自己的错误，这意味着我只做自己完全了解的事情。[124]

巴菲特有几年曾因外汇投资而获得非常高的利润。这些利润来自一种衍生金融工具——远期合约：

你也许会问，我是否要和这些潜在危害极大的东西打交道呢？答案在于这些衍生金融工具和股票、债券一样，有时普遍存在着错误定价。[125]

巴菲特说这些年来他很少投资衍生金融工具，但一旦进行投资，通常金额巨大，因此他会亲自管理这些错综复杂的投资。到目前为止，衍生金融工具投资已经为公司带来了数亿美元的税前利润。

伯克希尔-哈撒韦公司拥有通用食品公司400万股股票，当1985年10月该公司被卖给菲利普·莫里斯公司（Philip Morris Co.）时，伯克希尔-哈撒韦公司获得了3.32亿美元的利润。通用食品公司拥有一些家喻户晓的品牌，如Tang、Jell-O和Kool-Aid。巴菲特开玩笑说：

我非常了解Kool-Aid。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老将叱咤新兴市场

股市是由股票组成的，因此对股票的投资就是对市场的投资。然而，在这方面，巴菲特的观点发生了改变，他曾经说过：

理解养育你的文化的独特性和复杂性已经很困难了，更何况别人的文化了。而且不管怎么说，我们的大部分股东都必须用美元来支付账单。[126]

而且，美国的证券市场非常大：

如果我不能在一个规模为5万亿美元的市场中赚到钱的话，那么认为只要跑到几千公里之外的地方投资就一定能赚到钱，仅仅只是美好的愿望。我必须立足于国内市场，全力以赴。[127]

但渐渐地，巴菲特软化了他对于国外投资的态度。部分原因在于美国国内吸引人的投资对象变得稀缺，但这还与他对于美国贸易失衡及其最终会对美元产生负面影响的担忧有关。

2002年巴菲特买进了价值110亿美元的美元兑其他货币的期货合约，这些合约为他带来了总额高达22亿美元的利润。然而由于长期外汇合约的会计准则的规定，每一季度的收益都受到不同程度的曲解，于是巴菲特开始减持其中一些外汇头寸，并通过买进以各种外币计价的证券来获得以外币计价的巨额利润，以此抵补由于减持外汇期货合约而引起的损失。到2006年，他已经退出了外汇市场，因为利润的差异性已经消失。

2002年访问英国时，巴菲特告诉《星期日电讯报》的记者，他正打算在这个国家做一笔“大买卖”：

我们在寻找大的猎物……我们已经拥有合适的工具，严阵以待。[128]

巴菲特在英国的“大手笔”投资对象包括英国酒业巨头联合道麦克公司（Allied Domecq PLC）、约克郡电力公司（Yorkshire Electricity）和连锁超市乐购（Tesco）。他还收购了韩国浦项钢铁公司4%的股份，并抢先收购了7家以色列的高科技公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在2006年年会上，巴菲特说如果能让他从头再来一次的话，他会一开始就在全球范围内进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国石油公司

按照市值衡量，中国石油公司是世界第四大石油公司，排在皇家荷兰壳牌集团之后。伯克希尔-哈撒韦公司持有23亿股中国石油公司的股票，占该公司外国股权的1.3%。巴菲特为此支付

了4.88亿美元，在2006年年底，他的这些投资增值到33亿美元。

参股中国石油促使巴菲特在伯克希尔-哈撒韦公司网站上发表声明。因为激进分子宣称中国石油公司在苏丹有大量石油投资，这些投资收入为该国政府提供了支持。为此，他们敦促巴菲特抛售中国石油公司的股票。

在网站声明中，巴菲特指出他并没有亲眼看到任何中国石油公司在苏丹开展业务的证据，即使中国政府对苏丹进行援助，但这并不意味着中国石油公司在苏丹开展业务。

我们不能把中国政府的行为看作中国石油公司或者其他诸如中国移动、中国人寿、中国电信之类的大型中国国有公司的行为。因为子公司没有能力控制母公司的政策。 [129]

巴菲特不断警告抗议者要小心他们的行为所造成的无意识的后果。如果中国政府要全盘出售其在苏丹的投资，那么它肯定不得不以非常低的价格出售，而最有可能的买家就是苏丹政府。

通过这样的交易，随着其石油收入的显著增加，苏丹政府的财政状况将会有所好转。由于石油是一种交易商品，苏丹的石油将在世界市场上出售。正如伊拉克的石油销售被萨达姆·侯赛因政权控制，以及如今伊朗石油销售被政府垄断一样，苏丹的石油贸易最大的受益者是苏丹政府。那些主张剥夺中国政府在苏丹的投资的支持者应该扪心自问一个经济学中最重要的问题：“那接下来会发生什么呢？” [130]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能力的拓展

接下来这段话是关于你应该如何拓展自己的能力：

把你了解的公司都先圈起来，然后把那些不能达到价值底线、缺乏良好管理以及在低潮时不能实现有限风险管理的公司去掉。[131]

紧接着，他说：

我一次只投资于一个行业，但我能从中获得一些其他方面的专长。我不会对任何与行业有关的传统智慧望而却步，我会试图弄明白这一切。

如果我正密切关注一家保险公司或造纸公司，我会陷入这样的思维框框无法自拔：我会假设自己刚刚继承了这家公司，而这将成为我们家族拥有的唯一资产。

我该对此做些什么呢？我应考虑些什么？我应担心些什么？谁是我的竞争对手？谁是我的顾客？我应该走出去和他们交谈，找出这一公司和其他公司相比所具有的强项和弱势。

如果你能做到这一点，你可能会比公司的管理层更了解这家公司。[132]

你知道，那些说自己能根据价值线正确判断所有股票价值，以及正确评价董事会的人，一定是对于自己的能力过于自信，因为这一切并不是那么简单的。但是如果你在一些行业上多加关注的话，你会学到许多与估值有关的知识。[133]

若局限于自己的能力范围，则巴菲特可能会仅仅因为不具备评估公司价值的技能或知识便错失投资良机：

我错过了在细胞学领域投资的机会，因为细胞学超出了我的能力范围。[134]

能力范围终生都发挥作用。1995年，伯克希尔-哈撒韦公司收购了政府雇员保险公司49%的股份，但仍未真正拥有该公司。当巴菲特发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他的教授格雷厄姆是该公司的主席时，他开始对这家公司感兴趣：

如果我现在只有20岁，我会把自己超过一半的净资产都投资到政府雇员保险公司。 135

当被问及为什么要投资于保险业这一声名狼藉、如坐过山车般大起大落的行业时，巴菲特说：

有时候保险业是一个不错的行业，但这种情况不是经常出现，有时候它又是一个可怕的行业。 136

巴菲特认为这取决于如何管理风险：

如果保险金足够高的话，我愿意签下人身保险合同，然后去涉险。 137 [1]

巴菲特曾经说过：

我们一贯的投资原则仍然适用于科技股投资，但我们不了解科技股。如果在来年我们将会亏损，我们希望自己能挺身而出，解释清楚我们是如何亏掉你的钱的。我相信比尔·盖茨也会这么做。但他了解科技股，就像我了解可口可乐或吉列那样。我敢肯定他在寻找安全收益，我还确信他会像拥有一家公司而非一只股票那样逐渐实现安全收益。因此我们的原则适用于任何科技股，但问题在于我们并不了解科技股。如果我们在自己的能力范围内找不到可做的事情，就不要急着去拓展业务，而是应该静静等待。 138

芒格对于这一问题有自己独到的见解：“关于能力范围有三种可能性——在能力范围之内、超越能力范围和过于严格的能力范围。其中第三种可能性最大。” 139

也许由于与比尔·盖茨之间日益深厚的友谊和日益频繁的交流，巴菲特开始涉足高科技领域（盖茨于2005年加入伯克希尔-哈撒韦公司董事会）。1999年，巴菲特收购了大湖化学公司6.8%的股份和TCA有线电视8.1%的股份。2002年巴菲特向Level 3通信公司投资了5亿美元，该公司运营能传输声音和数据通信的全国高速网络。巴菲特之所以对Level 3通信公司有信心，是因为该公司是由总部设在奥马哈的彼得·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基维父子公司旗下的一家子公司创建的，而且巴菲特的朋友小沃特·施洛斯（伯克希尔-哈撒韦公司董事会成员）出任该公司主席：

有时你的投资会超越你的核心能力，Level 3通信公司就是很好的例子。但我是在人上面下赌注，因为我觉得自己理解这些人。同时这也是他们在我身上下注的时候。[140]

巴菲特不断拓展自己的能力，收购了Nextel公司的债务和优先股，收购了TTI——一家私营负极互联电磁组件的主要经销商。总部设在得克萨斯州沃思堡市的TTI是世界上第七大电磁组件经销商。

[1] 众所周知，巴菲特在保险业处于风雨飘摇时对该行业进行投资，当时收到的保费还不足以支付保险偿付。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

养成阅读的习惯

巴菲特如何决定公司的价值呢？他通过阅读大量的资料来决定公司的价值。

我阅读我所关注的这些公司的年度信件，还阅读其竞争对手的年度信件，这也是非常重要的信息来源。[141]

当他第一次开始对政府雇员保险公司感兴趣时，巴菲特正是这么做的：

我读了大量资料。我终日泡在图书馆里……我从行业内最好的几家公司着手（根据保险业服务评级），关注这一行业的许多公司，阅读与这些公司有关的书籍，阅读公司年度信件，尽可能多地与保险从业人员和公司的管理层交谈。[142]

芒格也认为阅读是非常关键的：“在一生之中，我所认识的有智慧的人都爱读书。你会对巴菲特所读书籍的海量感到惊讶……我的孩子们可能会认为我是一本长着两条腿的书。”[143]

巴菲特说，不要因为自己不了解所有的事情而自责：

要写出一条（会计）脚注来解释清楚人寿保险的递延收购成本，或达成其他你想做的事情并非不可能。但如果你能写出来你就应该能理解，如果你写出来的东西自己都无法理解的话，我会怀疑你的专业素养。如果我无法理解公司财务报表的脚注的话，我不会对该公司进行投资，因为我知道他们不想让我了解该公司。[144]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

像记者那样刨根问底

因“水门事件”而声名鹊起的《华盛顿邮报》记者鲍勃·伍德沃德（Bob Woodward）曾经问巴菲特他是如何分析股票的，对此巴菲特说：

投资就像写报道。我让他想象自己被分配去写一篇关于《华盛顿邮报》的、有深度的文章。他会问许多问题，挖掘许多素材。通过这一过程，他会更了解《华盛顿邮报》，发现《华盛顿邮报》也不过如此而已。[145]

巴菲特的研究有时令人觉得匪夷所思，他曾经坐在奥马哈当地非常受欢迎的一家牛排馆Ross’s的收银员的后面，数有多少顾客使用美国运通卡结账。[146] 有时，他的研究甚至看起来不像研究：

我记得有一次我在下午两点，拎着公文包去位于第45号大街的百老汇的一家剧院看《欢乐满人间》。我走到检票的那个女人跟前说：“我的孩子跑到里面去了。”她就让我进去了。我打算看看在这样的混乱管理下，这部电影是否能在这家剧院一直放映。[147]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

让投资变得简单

当一位朋友建议巴菲特投资房地产时，巴菲特回答道：

既然股票投资如此简单，我为什么还要投资于房地产呢？ [148]

（价值投资的）理念看起来似乎很简单也很普通。它就像一个愚蠢的人去上学，却获得了经济学的博士学位。它还有一点像在神学院读了8年书，不断地有人告诉你十诫就是你人生的全部。 [149]

当被问及他和芒格如何对所收购的公司进行“审慎调查”时，巴菲特说：

如果你不得不进行太多的调查，那就意味着这家公司肯定存在问题。 [150]

芒格说他们曾在一次收购中索要该公司员工的档案，结果令他们大吃一惊：“我们发现该公司没有任何员工档案，事实上，该公司没有任何员工。” [151]

1986年，伯克希尔-哈撒韦公司在报纸上发布了一则广告，寻找有意出售的公司。广告的内容是这样的：

我们不会雇用任何人来完成收购，我们不需要和顾问、投资银行、商业银行等讨论贵公司。您只需要和我以及伯克希尔-哈撒韦公司的副主席芒格打交道。 [152]

投资要做的就是在恰当的时机买进好的股票，然后只要公司运行良好，就一直持有它们。 [153]

在商学院演讲时，我总是说如果当他们（学生）离开学校时，每个人都拿到一张可以打20个孔的票，每一次当他们做出投资决策时，就用掉了一个孔。如果你总是试图把它们留给最好的投资决策，你永远不会用完全部的20个孔。如果他们能慎重对待投资的话，他们应该能做得更好。 [154] （注：《福布斯》杂志的专栏作家马克·赫尔伯特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通过计算发现，如果你把巴菲特表现最好的15次投资从他的众多投资中抹去的话，他的长期业绩平淡无奇。[155]）

关于巴菲特的“简单投资”理论，芒格说：“如果你相信巴菲特所说的一切，你就可以在几个星期内教授全部的（证券投资）课程。”[156]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

深入思考

几年前，在一次伯克希尔-哈撒韦公司年会开始时，巴菲特轻拍麦克风看它是否已经打开：

这是测试……100万……200万……300万。 [157]

当我经营合伙投资公司时，我回顾了自己所有较大规模的投资和较小规模的投资，发现较大规模的投资的收益总是高于较小规模的投资的收益。因为在做出较大规模的投资决策时要接受审查、经受批评、掌握相关知识，应该是非常慎重的，而我们在做出较小规模的投资决策时往往会心血来潮。正如某人所说："由于我前两天晚上在舞会上听说了这只股票，就买了几百股。"事实上，人们总是倾向于认为做出小规模的投资决策通常不需要非常好的理由。 [158]

我不能同时投资于50只或75只股票，那是诺亚方舟式的投资方式——你的投资以组建一座动物园而告终。我喜欢把相当数量的钱投资于少数几只股票上。 [159]

尽管巴菲特说小公司能提供超常的增长，但相对于伯克希尔-哈撒韦公司的规模来说，小公司的股票并不适合长期持有：

我们在寻找波音747，而不是模型飞机。 [160]

我就像棒球教练，走在大街上，物色身高7英尺的运动苗子。如果一些年轻人走过来对我说："我身高只有五六英尺，但您应该看看我打球再下结论。"我对他们没有兴趣。 [161]

但究竟是投资于大公司还是小公司，归根结底取决于业绩：

我宁愿拥有一家市值1000万美元、收益率15%的公司，也不愿意拥有一家市值1亿美元、收益率仅为5%的公司。 [162]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

知道你寻找的是什么

伯克希尔-哈撒韦公司在《华尔街日报》上刊登的关于寻找收购对象的广告为价值投资者制定了一张具有实际意义的清单。

正如这则广告所说的那样："以下就是我们所寻求的收购对象的标准：" 163

（1）大型采购商（税后利润至少达到1000万美元，越多越好）。[1]

（2）已经得到证实的持续收益能力（我们对于未来收益和突然好转的状况不感兴趣）。

（3）公司几乎没有什么债务，权益资本获得很好的回报。

（4）管理层各司其职（我们无法取而代之）。[2]

（5）业务简单（我们不了解太多技术）。

（6）卖出报价（我们不想在一个价格未知的交易上，浪费自己或卖家的时间来讨论出价这类最基础的事情）。[3]

每年在伯克希尔-哈撒韦公司的年会上，巴菲特会公布一张类似的列表，上面是他可能会感兴趣的公司应该具备的显著特点。但有时候这张列表会被搁置一边，对此，他说：

这和挑选妻子有许多相似之处。你会深思熟虑地列出你希望她能拥有的一些特质，但你突然遇上某人之后陷入爱河，便和她结婚了，所有的那些特质都被抛之脑后了。 164

[1] 个人投资者可以忽略这一条。我们列出这一条是因为小型采购商对伯克希尔-哈撒韦公司的业绩不会产生什么影响。事实上个人投资者可以从较小规模的投资中获利，这反而是一种优势，因为它为投资者提供了更为广泛的可供选择的股票范围。
[2] 这是对于优秀管理层的一种比较婉转的表达方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[3] 对于小投资者来说，非常幸运的是“市场先生”每天都会给出报价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不要为数学绞尽脑汁

巴菲特说因为他没有系统地学过微积分，所以才不得不同意那些认为较高数学技能对于成功投资是必备条件的人的观点：

如果微积分是投资所必需的，那我只好回去派送报纸了。在这么多年的投资生涯中，我从未认为数学是必需的工具。从本质上来说，我所做的工作就是试图计算出公司的价值，为此，我不得不用发行在外的股数来相除，因此除法运算是必须要掌握的。如果你打算购买一座农场或一幢公寓楼，或开一家干洗店的话，我真的认为没有必要雇用专业人士来做这些简单的代数运算。你所做的购买决策是否正确将取决于公司未来的收益能力，你要把这一因素和公司给你的报价结合起来综合考虑。 [165]

你需要拜读格雷厄姆和菲利普·费雪的著作，阅读公司年度信件，但不要计算他们的书中以及年度信件中出现的公式。 [166]

如果比较高深的数学在选股时并不重要，那么为什么学术杂志和专业杂志中都充斥着数量分析呢？巴菲特是这样回答的：

他们做的是传教士的工作。试想如果没有人为你垫底，你如何能攀到顶峰？ [167]

巴菲特并非一开始就形成了“数学无用论”的投资哲学，他是在尝试了所有数学技巧后，才得出这样的观点的。

过去，我做图形分析每一只股票，而且认为数学技能用得越多越好。 [168]

十几岁时，巴菲特对数学技巧很着迷。这种兴趣促使他在17岁时发表了生平第一篇文章：

当时《巴伦周刊》上有则征稿启事，面向读者征集关于读者是如何使用他们所提供的统计资料的文章的，他们将选择刊登其中的一篇，并支付5美元稿费。我写了一篇关于自己如何运用零股指标的文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

章，有幸得到录用，获得了5美元稿费。这5美元是我唯一通过运用统计方法赚到的钱。 169

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

崇尚节俭

当我读到一些文章说一些公司开展了削减成本计划时，我便知道这些公司并不真正理解什么是成本。因为在这一方面，一时的激情是不会奏效的。真正优秀的经理不会在早晨一觉醒来后说：“今天我打算削减成本。”就像他不会一觉醒来后决定进行呼吸一样。[170]

伯克希尔-哈撒韦公司拥有总部设在旧金山的富国银行7%的股份。芒格得到消息说富国银行的CEO卡尔·赖卡特（Carl Reichardt）发现公司一名主管想要为办公室买一棵圣诞树，赖卡特要求他用自己的钱来买圣诞树。

芒格说：“当我们听到这则消息时，我们买进更多该公司的股票。”[171]

如今伯克希尔-哈撒韦公司拥有富国银行13.66%的股份。

巴菲特认为节俭应从自身做起。在1996年伯克希尔-哈撒韦公司的年会上，他开玩笑说：

你们的董事去年一共瘦了100磅，因为他们必须节衣缩食地依靠遭到削减的董事薪金过日子。[172]

巴菲特为艾伦·格林伯格的书《董事长备忘录》（Memos from the Chairman）作序，在序言中他提到一位备受争议的人物——Haimchinkel Malintz Anaynikal——力劝贝尔斯通的员工不要浪费资源，巴菲特写道：

Haimchinkel和我属于同一类型的人——精明、固执己见。我真希望我能在人生的较早阶段（愚蠢的青年时代）遇到他，我过去习惯丢弃回形针。但现在遇见他也不算太晚，我如今忠实地遵循并大力宣传他的原则。[173]

追求品质和节俭并不冲突，正如巴菲特在谈论ABC的节目时提到的那样：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有趣的是，较好的节目并不比低俗的节目使你花费更多的钱。[174]

削减体育节目转播的预算也不会影响体育赛事的质量：

我猜如果我们为获得橄榄球比赛转播权所支付的钱减少20%的话，比赛的质量应该不会受到影响，而仅仅意味着运动员可能会少赚一些钱。20世纪初棒球界的传奇人物泰·柯布（Ty Cobb）年薪2万美元，如果体育节目的转播费减少20%的话，这减少的部分最终将由运动员来承担。[175]

巴菲特还把节俭的美德运用到个人理财中。1993年时，他曾和大都会/ABC的前主席托马斯·墨菲在ABC电视台的肥皂剧《我的孩子们》中与肥皂剧女王苏珊·露西一起客串角色。巴菲特和墨菲各拿到了300美元的演出酬劳。

当拿到支票时，墨菲说：“我打算给支票装个框挂起来。”巴菲特则说：“我打算给支票的存根装个框挂起来。”[176]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

树立切合实际的目标

巴菲特说每年15%的增长率是一个切实可行的目标，尽管对他来说，并不是总能轻而易举地实现这一目标：

如果我们想要获得15%的增长率，（每年）必须创造4亿美元的税前利润，或者3亿美元的净利润，这意味着我们每天大约要赚100万美元，而这恰恰是我今天在这里的花费。 177 [1]

[1] 事实上，他总是能实现这一目标。1963～2005年，伯克希尔-哈撒韦公司的账面价值以平均21.5%的年增长率一直在增长。然而，伯克希尔-哈撒韦公司庞大的规模成为实现这一目标的阻力。自从2000年以来，巴菲特有一年只实现了15%多一点的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

面对现实

不要太在意你所持有的股票的表现，因为毕竟：

股票并不知道你拥有它。 178

他对自己在娱乐、休闲产业上的兴趣有很好的解释：

和教育产业相比，娱乐产业能为你创造更多利润。 179 [1]

但巴菲特说，有时黄金也无法带来任何经济产出：

我们在非洲某地挖出了黄金，把它熔化，然后挖了另一个洞再把它埋起来，为此，我们还必须付钱请人在四周警戒。这些黄金没有任何经济效用，这种行为令人百思不得其解。 180

当有人在伯克希尔-哈撒韦公司年会上问巴菲特为什么不拆分伯克希尔-哈撒韦公司价格如此高的股票时，人们不耐烦地窃窃私语：比萨故事又来了。

巴菲特说这个问题使他想起了有一次，一位同桌用餐的人让厨师把比萨分成4块而不是8块，因为他觉得自己“可能吃不下8块比萨”。 181

他们听不进他的话

每年，在伯克希尔-哈撒韦公司的年度信件以及年会上，巴菲特都会提醒投资者不要期望伯克希尔-哈撒韦公司的业绩能保持以前的增长速度：

1985年： 巴菲特在年会上对投资者说：“我能肯定我们不可能做得像过去一样好。但我认为我们可能会好于美国产业的整体水平。” 182

1984年，伯克希尔-哈撒韦公司实现了13.6%的增长率，与过去20年22%的年平均增长率相比处于低谷。1986年，伯克希尔-哈撒韦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司刷新了纪录，增长率高达48.2%。

1992年： 芒格对《商业周刊》杂志说：“在某一些特定的时候，过于庞大的规模是一个负累，会把你拖垮。对于这一点，我们一直都很清楚。”[183] 然而伯克希尔-哈撒韦公司的股价在1992年仍然上涨了20.3%。

1995年： 在伯克希尔-哈撒韦公司年会上，巴菲特再次提醒投资者：“伯克希尔-哈撒韦公司过去的业绩并不能必然代表它未来的业绩。”对此，他解释道：“丰厚的家底是出众业绩的敌人，因此，我们不必按照相同的速度使自己变得越来越富有。”[184]

1995～2005年： 在此期间，巴菲特的预言再次成真——伯克希尔-哈撒韦公司每股账面价值仅增长了6.96%，与自巴菲特掌管公司以来，1964～2005年21.5%的年平均增长率相比，有显著的下降。尽管如此，伯克希尔-哈撒韦公司的表现仍然要远远好于标准普尔500指数。1999～2005年，标准普尔500指数每股账面价值仅增长了3.2%。标准普尔500指数的每股账面价值是税前数字，而伯克希尔-哈撒韦公司的每股账面价值是税后数字，这意味着伯克希尔-哈撒韦公司的业绩要比标准普尔500指数好得多。

2007年： 1996年，伯克希尔-哈撒韦公司的A股成交价高达38000美元/股。1996年年中时，股价跌至32000美元/股。到2007年春季为止，伯克希尔-哈撒韦公司的A股成交价更是高达108000美元/股。

[1] 伯克希尔-哈撒韦公司出版的《世界大百科全书》很难为公司带来与巴菲特投资迪士尼公司所获得的相同的、如恒星般稳定不变的投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

期待改变

无法永远延续的任何事情最终都会结束。[185]

当被问及他是如何看待美国公司缩小规模的这股浪潮时，巴菲特指出美国公司总是说得多，做得少。改变是无法避免的，但是：

如果发明了拖拉机的话，那么马的存在就没有什么意义了；或者如果有了汽车的话，铁匠的存在也就没有意义了。[186]

换一个角度来看这个问题，芒格说：“要我说出一个由于缩小规模而破产的公司，我说不出来，但如果要我说出一个由于规模膨胀而破产的公司，则不胜枚举。”[187]

巴菲特承认有时从相反的方向看问题是明智之举：

这（从相反方向看问题）就像唱着乡村西部歌曲追忆过去。通过这种方式，你能拿回你的房子、汽车，甚至追回你的妻子。[188]

然而，巴菲特和芒格喜欢投资那些改变较少或至少改变保持在可控范围内的产业。巴菲特说：

以口香糖为例，人们今天嚼口香糖的方式和20年前的方式是相同的。没有人能在这方面想出新的技巧。[189]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能应对改变

当被问及他为什么摒弃一些价值投资准则时，巴菲特回答道：

由于我们运作较多的钱，不可能在各种情况下兼顾各种次级营运资本，因此我们更多关注的是：哪些是能在未来产生稳定的、不断增长的现金流的营运资本。如果你只运营较少的钱，就完全不必那么费劲了。例如，我们（格雷厄姆-纽曼公司）过去有一份只有一页纸的表格，你可以把所有与公司有关的数字记在这张表上，如果这张表上的数字符合账面价值标准、营运资本标准以及收益标准的话，就买进该公司的股票，一切就是这么简单。 [190]

巴菲特并不是突然摒弃格雷厄姆及其合著者戴维·多德的教诲的：

我的思想是逐渐发生改变的，我并不是突然从猿变成人或从人变成猿的。 [191]

“婴儿期”的伯克希尔-哈撒韦公司股票

20世纪90年代，伯克希尔-哈撒韦公司的股价借助牛市的“东风”不断上涨，最终在1996年3月达到38000美元的最高位（而在1989年年中时，伯克希尔-哈撒韦公司股票的成交价仅为8550美元）。虽然股价实现了如此辉煌的攀升，巴菲特仍然坚持拒绝拆分股份，这一举措会有利于吸引新的投资者买入伯克希尔-哈撒韦公司的股票，也有利于现有投资者能更为容易地抛售伯克希尔-哈撒韦公司的股票。但他说，他不想伯克希尔-哈撒韦公司成为投机者的目标，为此他能想出的最有效的威慑手段就是居高不下的股价。巴菲特有时在生日卡上会写上这样的祝福：“祝您能活到伯克希尔-哈撒韦公司拆分股票的那一天。”

巴菲特一直以来都信守自己的诺言，但在1996年伯克希尔-哈撒韦公司股价处于巅峰状态的那几个星期里，外界压力迫使他做出了相当于拆分股份的决定。那年春天，巴菲特宣布伯克希尔-哈撒韦公司将发行B股，或称为次级普通股。新股票的发行价是原有A股股价的1/30。B股之所以称为次级普通股，是由于B股股东没有投票权并且没有资格参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与伯克希尔-哈撒韦公司当时执行的慈善捐赠计划。事实上，投票权并不重要，因为巴菲特和芒格持有的股份足以超过其他所有股东股份的总和。事实上，谁又会和巴菲特、芒格对着干呢？

A股股东由此获得的好处是每一股A股任何时候都能转换成30股B股，不管这两种股票的股价如何。然而即使B股股东持有30股B股，B股也不允许转换成A股。

正如巴菲特所预期的那样，这两种股票之间的套利交易会促使A股和B股股价处于1∶30的均衡状态：如果B股股价高于A股股价的1/30，则某人——也许是纽约证券交易所的交易员或巴菲特本人——会买进A股然后把它转换成B股，这一交易会促使B股价格回落；如果B股股价低于A股股价的1/30，投资者会购买B股而不是A股，需求会促使B股股价上升。

促使巴菲特更改计划的原因是一些投资公司创建了完全由伯克希尔-哈撒韦公司股票组成的信托基金。投资者只要花1000美元，支付年费再加上5%申购费用，就可以认购代表伯克希尔-哈撒韦公司股票一小部分的基金单位。投资者可以持有这些10年期的基金直至到期日，也可以在纽约证券交易所进行交易，与其他证券没有任何区别。这一信托基金主要针对的就是那些希望能与伯克希尔-哈撒韦公司的早期投资者一起分享其非凡增长所带来的收益的小投资者。

在巴菲特看来，投机就是投机，即使它曾一度销声匿迹过：“我们并不希望人们买我们的股票仅仅是因为他们认为这是一只热门的股票，在一年之内股价就会飙升。”[192]

他更为明确地指出：“有一些人据此认为，它（伯克希尔-哈撒韦公司股价再次出现显著增长）会再次出现，但从数学的角度来看，这是不可能的。”巴菲特说：“我们并不想有意识地吸引那些心怀此类希望的人。”[193]

批评家说巴菲特喜欢控制一切的本性使他做出上述决定，但另一些人却认为他只是坚持自己一贯的主张。巴菲特总是说他想要专一的股东，他说：“我们开始考虑如何去吸引我们能争取到的忠诚度最高的股东。”[194]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在写给发行此类信托基金的、位于宾夕法尼亚州巴拉·辛怀的五西格玛投资合伙公司的信中，芒格写道："你们的基金会诱使小投资者进行并不适合他们的投资。毫无疑问，他们中的绝大多数人会因挫败而感到失望，觉得受到了侮辱。"

芒格补充说："伯克希尔-哈撒韦公司现在的股价是有风险的，因为自从1992年以来，上升的幅度实在太大了，已经远远超出了股票的内在价值。如果有朋友或家庭成员问巴菲特是否应以当前的市价买进伯克希尔-哈撒韦公司的股票，他肯定会回答：'不要买进。'" [195] 芒格说巴菲特害怕基金公司积极的促销手段对于伯克希尔-哈撒韦公司的股价来说，其作用不亚于"火上浇油"。当迹象表明五西格玛不会收手时，巴菲特和这些基金公司之间的"战争"爆发了。巴菲特宣布发行B股。B股的招股说明书中写道："伯克希尔-哈撒韦公司打算为投资者提供一种直接地、低成本地投资于伯克希尔-哈撒韦公司的投资工具，这种投资工具显然优于信托基金提供的投资手段，因此他们的产品将被市场淘汰。" [196]

为了阻止经纪商大肆宣传新的B股，伯克希尔-哈撒韦公司通过所罗门兄弟公司安排发行，并且故意把佣金的比率设得很低，使经纪商没有动力去说服投资者购买这只首次公开募股的股票。巴菲特还说公司将根据公众的需求发行股票的份数，这样就能使上市第一周由于高需求和有限供给所导致的"价格钉"现象发生的频率降到最低。

在招股说明书的首页，巴菲特重申了芒格写给五西格玛的话："管理层并不相信公司的股价被低估了。" [197]

在1996年年会上，一位股东问伯克希尔-哈撒韦公司的股票是否被高估了。巴菲特回答道他从未说过股价被高估了，他只是说股价并没有被低估。巴菲特坚持认为这两者之间是有区别的。他显然有些懊恼，因为两者之间微弱的区别被杂志和投资者以相同的方式忽略了。

但对于许多投资者来说，两者之间的区别的确是非常模糊的。"于是就有许多关于他为什么要这么做的合理的疑问，"总部设在芝加哥的著名股票研究、咨询公司——伊博森公司的顾问德里克·萨斯韦德（Derek Sasveld）说，"这似乎并不完全合乎逻辑。" [198]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

位于纽约的Ehrenkrantz King Nussbaum的高级分析师威廉·勒菲弗则猜测有可能是巴菲特觉得自己受到了侵犯，才做出上述举动的：“他的信用等级仍然和过去一样高，他不容许某些人利用巴菲特的名字挣钱。” 199

然而，其他人却认为伯克希尔-哈撒韦公司的组织结构而非其内在价值是巴菲特所面临的问题的根源。在1996年年会上，巴菲特把信托基金描述为“一种佣金高昂并收取实实在在年费的投资产品”。

德累斯顿证券（Dresdner Securities）美国分公司的分析师詹姆斯·马尔维说：“巴菲特先生一直以来都是股东权益的捍卫者，他不喜欢这样的事实存在，因为从经济学的角度来看，买进投资基金单位并不等同于买进普通股。” 200

由于被投资者称为“婴儿期B股”的存在，基金投资的利润可能仅够支付经纪商的佣金。

《巴伦周刊》的专栏作家艾伦·埃布尔森（Alan Abelson）并不认同巴菲特所做的“未被低估”的声明以及招股说明书中关于公司内在价值不可能按照过去的增长率持续增长的免责声明，认为这些都是表面文章。他说：“想想你所做的和你所后悔的一切吧。我们认为承认错误会使巴菲特受到伤害，而玩世不恭却可能会置他于死地。现在还有时间修改那份招股说明书，只需在首页那些警告的下面，加上‘纯属玩笑’就大功告成了。” 201

然而其他人却认为巴菲特可能已经参透这个与高估有关的问题。股评专栏作家马尔科姆·贝尔科（Malcolm Berko）为读者简要分析了伯克希尔-哈撒韦公司，他把它描述成一个封闭式共同基金。经评估，贝尔科认为伯克希尔-哈撒韦公司的股票（包括A股和B股），其成交价与其资产净值（NAV）相比，存在巨大的溢价。贝尔科估算出伯克希尔-哈撒韦公司A股的每股资产净值为15000美元。“因此，在我看来，如果你愿意为拥有伯克希尔-哈撒韦公司的股票，支付超出每股资产净值21000美元的溢价的话，那么你肯定是被棒槌敲傻了。” 202 贝尔科在他的文章中这样写道。

这场关于伯克希尔-哈撒韦公司股票价值和价格的辩论对股价产生了影响。A股股价迅速从38000美元的高位下降到在33000美元这一区间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

徘徊。而B股的发行价为1110美元，发行后迅速出现了价格大幅上涨，但在短短几周内B股股价就回落到1000美元多一点。

虽然巴菲特对于伯克希尔-哈撒韦公司内在价值的披露过于坦率——尽管从某种程度上来说令人困惑——伯克希尔-哈撒韦公司B股股票的发行就像亚利桑那州 [1] 的冰块一样受欢迎。最初，公司说将发行10万股，但实际发行的数量比这一数字增加了4倍。最终，一共发行了超过517500股，使伯克希尔-哈撒韦公司的股东基数翻了一番，达到8万人。

巴菲特用从B股股东手中筹集到的资金，增强公司的实力。毫无疑问，伯克希尔-哈撒韦公司必将成为一个拥有更多资产的公司。然而，正如他一直所警告的那样，扩大规模并不能确保良好业绩，事实上，还有可能使公司增长趋缓。自从1996年以来，公司的某些财务指标不稳定，巴菲特经历了一段艰难时期。但也不全都是坏消息，就拿2006年来说，伯克希尔-哈撒韦公司A股和B股的每股账面价值都增长了18.4%。在巴菲特掌舵伯克希尔-哈撒韦公司的42年间，其账面价值的复合年增长率平均达到21.4%：

2006年公司资产净值增加了169亿美元，我们相信这一增长刷新了我们年资产净值增加的纪录——若不考虑合并（例如美国在线收购时代华纳）因素的话——也刷新了其他任何美国公司的纪录。当然，埃克森-美孚石油公司和其他一些公司赚的钱比伯克希尔-哈撒韦公司多得多，但它们的收益大部分都用于派息或回购，而对于增加资产净值没有任何贡献。 [203]

[1] 美国西南部的州，夏季炎热。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

承认错误

巴菲特承认自己在投资中有许多失误，包括收购了新英格兰的一家纺织工厂伯克希尔-哈撒韦。日渐没落的纺织业务最终结束了，但公司的躯壳和名称却被保留下来，改造成战无不胜的投资战车。从学生时代就认识巴菲特的投资者、作家欧文·卡恩说："即使像巴菲特这样的天才也有失手的时候。" [204]

巴菲特诙谐地做出回应：

假设这个作家在1978～1980年，当大都会公司处于巅峰状态时，以43美元/股的价格卖掉伯克希尔持有的该公司股票，当然你们中的一些人可能会疑惑为什么我们现在要以172.5美元/股的价格买进大都会公司的股票呢？我预料到你们会问这个问题，因此我花了许多时间，终于想出了一个非常直接明了的、能够解释这些行为的答案，那就是：时间价值。 [205]

我对于自己早期廉价出售大都会公司的股票后悔不已。 [206]

巴菲特偶尔也会给出毫无价值的建议：

在《华盛顿邮报》出售其拥有的移动电话资产这一交易中，我所扮演的唯一角色就是建议他们不要以他们如今售价1/5的价格收购这一业务。那是他们最后一次向我征求意见。他们并没有采纳我的建议，之后便再也没有向我征求过任何建议。 [207]

1998年，巴菲特做出惊人之举，他斥资220亿美元收购了规模巨大、历史悠久的再保险公司——通用再保险公司。这一交易有两大好处：不仅仅因为这（保险业）是巴菲特擅长的领域，还在于这一交易与他进行全球扩张的目标是步调一致的。总部设在康涅狄格的通用再保险公司拥有世界上历史最悠久的再保险公司——科隆再保险公司78%的股份，科隆再保险公司在全球大约150个国家和地区开展业务。通用再保险公司和科隆再保险公司都是世界上历史最悠久的再保险公司，两者合在一起组成了世界上第三大再保险业巨头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就在收购完成之后，巴菲特马上发现保险业和再保险业存在着需要多年时间才能纠正的问题。但这还不是全部的麻烦，巴菲特还不得不应付证券交易委员会对于保费的调查，因为一些心照不宣的政策虚假地夸大了顾客的收入状况。但最糟糕的是，他不得不去收拾通用再保险公司的衍生金融工具部门的烂摊子。他承认，这家公司是个“问题儿童”。

不幸的是，这是个体重重达400磅的孩子，它的负面影响对于我们整体业绩的影响很大。[208]

很久以前，马克·吐温说：“试图拽着猫尾巴把它带回家的人，会受到以其他任何方式都无法得到的教训。”如果马克·吐温如今仍然健在，他可能也会卷入衍生品交易，但几天后，他会宁愿选择被猫咬一口。[209]

收购通用再保险公司几年前，巴菲特曾告诫说衍生品交易是深不可测、危机四伏的。通用再保险公司的衍生品交易涉及23218份合约，其中一份合约的持续时间长达100年。巴菲特花了6年时间把合约的份数缩减至2890份，这一举措花费了伯克希尔-哈撒韦公司4.04亿美元，远远超过了它为伯克希尔-哈撒韦公司带来的收益。然而，更多的亏损纷至沓来。

在2005年年度信件中，巴菲特用了12段的篇幅来解释通用再保险公司衍生金融工具交易的问题，承认由于他不够果断，使股东蒙受了巨大损失：

在收购通用再保险公司时，我和芒格都清楚它的衍生品交易将成为一个麻烦，于是告诉该公司管理层，我们想退出这一业务。但损失仍然发生了，这完全是我的责任。因为当我们尝试出售衍生品业务时，我并没有当机立断地解决当务之急，反而因为犹豫不决浪费了几年时间（芒格称之为吮吸手指）。[210]

但不管怎样，通用再保险公司始终是一家规模庞大、实力雄厚的保险公司，巴菲特和芒格都说他们对于能拥有这家公司感到心满意足。该公司拥有由贝斯特（A.M.Best）、穆迪和标准普尔所赋予的最高信用级别。伯克希尔-哈撒韦公司最有价值的资产之一就是通用再保险公司，几乎占伯克希尔-哈撒韦公司全部490亿美元资产的一半。借

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

助该公司，巴菲特得以分享保险业的丰厚利润。2006年，巴菲特终于告诉股东他们不会再听到他为通用再保险公司的衍生品交易唉声叹气了。衍生品合约的金额已经被削减到几乎可以忽略不计的规模，对公司不再构成威胁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不要犹豫不决

芒格无法容忍懒散或犹豫不决。如果你发现一家业绩良好的公司报价合理，为什么还要犹豫不决呢？

事情可以追溯至1972年，当时巴菲特、芒格和早期的投资搭档里克·格林（Rick Guerin）收购了时思糖果。芒格和格林发现这家位于洛杉矶的公司值得投资，打电话给巴菲特建议收购这家公司。一开始巴菲特不同意，于是挂断了电话。但在短短几分钟内，巴菲特便打电话给他们同意进行收购。在这几分钟内，他已经查阅了该公司的数据，迅速做出分析，认为尽管该公司的报价为2500万美元（是其账面价值的3倍），但这的确是家有拥有获利能力和增长潜力的质量上乘的公司。

多年来，伯克希尔-哈撒韦公司隐蔽的大量现金加上巴菲特和芒格的头脑，使得投资决策总是以迅雷不及掩耳的速度做出：

如果今天下午我接到电话，说有人想把证券、资产或公司卖给我，若它们看起来似乎不错，我们可能今晚就会达成交易。我们行动迅速，因为我们手头总是有大量现金。[211]

但有时，巴菲特也会犯犹豫不决的错误：

我所错过的最可惜的机会可能要数房地美公司（联邦住房抵押贷款机构）。我们的存款和贷款数量使得我们在房地美公司首次发行股票时，有权认购其1%的股份。我们应该收购100家储蓄贷款协会，吞并房地美。但我究竟做了些什么啊？我犹豫不决，从而错失良机。[212]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

低调涉足航空业

1995年，巴菲特冲销了他投资于全美航空公司的3.85亿美元中的75%，即2.685亿美元[1]。自从1994年9月以来，相当于这些股票总价值9.25%的股息从未兑现过。1996年春季，巴菲特打算出售这些可转换优先股：

这是一种优先股。我承认此次投资是一次失误，但正因为这不是一家业绩良好的公司，我们才没有以普通股的方式进行投资。世界上并不是总有许多优秀的、值得投资的公司。[213]

在北卡罗来纳州的一次演讲中，巴菲特解释了为什么航空业不是投资者的理想选择：

当然，有趣的是如果能让时光倒流带我们回到过去，正是在小鹰镇，莱特兄弟首次试飞成功。然而从那时开始一直到现在，以净收益衡量，美国的航空运输业没有任何盈利。你只要试想一下，如果在那个激动人心的时刻，你恰好就在小鹰镇目睹莱特兄弟飞上蓝天，就在那一刹那，这一场景令你怦然心动。因为你想到某一天，全世界数以亿计的人们都会像他们一样在天空翱翔，这会让地球上所有的人之间的距离变得更近，同时能带来一切我们想要的东西。你也许会想：天哪，这是我们必须加入的行业。尽管投入数以十亿计的美元，但如果你独自拥有整个航空业，就算所有的收入都属于你，你的利润还是为负的。如果当时有一个资本家在场的话，他一定会一枪打下韦尔伯·莱特，因为他使人类进步一小步，资本主义倒退一大步。[214]

巴菲特把他对于全美航空的投资归因于自己的一时糊涂。他如何应付未来的批评呢？

我现在随身带着一个800客服电话号码，每当我有购买航空业股票的迫切愿望时，我就拨这个号码，说我的名字是巴菲特，是一名飞行狂热分子，于是电话那一端的家伙肯定会说服我打消这个念头。[215]

巴菲特可能是非常低调地涉足航空业的，但他还是在对和飞行有关的公司的特殊情感中挣扎，难以自拔。他对于全美航空的投资并不成功。稍后，他买了一架公司喷气式飞机，由于一时的负罪感，他将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这架飞机命名为“站不住脚号”。后来，在解决所罗门兄弟公司危机之后，他把它更名为“不可或缺号”。他对于这架喷气式飞机的“热恋”一直持续到1998年，直到他发现了一个飞行情结的新寄托——奈特捷公司——才宣告结束。

我不再乘坐“站不住脚号”，也就是现在的“不可或缺号”，因为100%拥有一架飞机对于我来说是没有意义的，我想这就是我出售这架飞机唯一的动机。因为你需要支付相当于你实际所需载客量四五倍的飞行成本，这对你来说没有任何意义。某人若全资拥有航空业，就好比海军只拥有一种类型的船只，他们需要的不仅仅是一艘驱逐舰，而是整个编队。我一直都在为不同的工作而奔波，在美国境内飞行300英里或1200英里旅程，抑或飞往这里（欧洲）时，我希望有11种机型可供选择。 216

奈特捷公司出售飞机的持股所有权，这允许人们通过认购某一架特定飞机的一定股份，获得使用权或以此每年按比例交换一定的飞行时间。这种形式如此方便，以至于（以前都乘坐商务航班的）巴菲特和芒格都热衷于使用这项服务。

如果你在乘坐过奈特捷公司的飞机之后，再乘坐商务航班就像握手一样缺乏激情。 217

伯克希尔-哈撒韦公司以价值7.25亿美元的股票和现金，收购了这家私人公司。但遗憾的是，令巴菲特伤心的、对航空业的诅咒再次灵验：收购后，奈特捷的盈利能力马上出现下滑，这主要是由于合适机型的短缺、高昂的经营成本（燃料）和涉足欧洲市场这些因素造成的。2004年，奈特捷的（税前）损失为1000万美元，2005年的税前损失为8000万美元。巴菲特对于公司扭亏为盈仍心存希望。2005年时，他写道：

我所见过的最具活力的经理人之一里奇·圣图利，会解决我们的收入/支出问题。然而他不会以一种会削弱奈特捷服务品质的方式来解决这一问题。我和他都承诺公司将提供一如既往的高水准的服务和其他公司难以匹敌的安全性。 218

事实上，2006年，尽管奈特捷仍处于亏损状态，但它的业绩已经有了一定的改善。公司的欧洲业务仍处于摸索阶段。巴菲特宣称公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

飞行编队的价值远远超过奈特捷三个最大的竞争对手。

业内人士经常提醒一些精神紧张的乘客，飞行员的生命是和他们的生命连在一起的，因此他一定会非常小心地使你平安着陆。巴菲特每年乘坐奈特捷的飞机飞行225个小时，而他的家人则使用其余550个小时的飞行时间。因此公司的其他顾客——包括老虎伍兹、凯思琳·李·吉福德、卡尔文·克莱恩和超级男孩乐队——能确保自己将获得和巴菲特一样的高质量的机组成员和飞机，这是一种令他们觉得舒心的念头。

[1] 原书为此，疑为3.85×75% = 2.8875亿美元。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从错误中学习

巴菲特说在他21岁时，做出了自己一生之中最失败的决定——把自己20%的净资产投资于一个加油站。据他估算，按照经济学上的机会成本计算，那几年这一错误决策使他损失了8亿美元。 219

从损失中痊愈的第一步就是不再犯同样的错误：

这是一条亘古不变的原则：你不能重蹈覆辙。 220

伯克希尔-哈撒韦公司从未向股东分派过股息，股东通过将投资收益再次投资于伯克希尔-哈撒韦公司，既能避免双重课税，也能避免对他们的地位产生影响。唯一一次例外是巴菲特在1967年对当时的合伙人支付了每股10美分的股息。对此，他说：

我想，我肯定是在厕所里做出这一决定的。 221 [1]

所罗门兄弟公司的政府债券丑闻给了巴菲特一个令他不堪回首的教训：

你不会相信这一点，因为我不是没有机会推脱，但我的确自愿承担临时主席这一工作。并不是我想这么做，但在这一事件得到正确处理之前，我觉得自己必须做点什么。 222

足足有相当于一个营的律师整理了许多对所罗门公司不利的证据，这促使巴菲特不得不密切关注这一事件的进展：

我可能是当年美国律师协会的年度之星。 223

巴菲特认为待在纽约一年帮助所罗门兄弟公司处理政府债券丑闻，就像卷入了一场战争：

你之所以这么做是因为你不得不这么做，但你绝不希望再次卷入同样的事情。 224

在所罗门事件发生前，有人问巴菲特为什么要对银行业做出如此尖锐的评价，当时伯克希尔-哈撒韦公司持有大量所罗门公司的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对此，巴菲特回答道：

为什么在我们对所罗门公司投资了7亿美元的情况下，还要公开批判投资银行业呢？我想我大概是想通过对公众提出警告来赎罪。 225

[1] 巴菲特说当他相信伯克希尔-哈撒韦公司的股东能找到比投资伯克希尔-哈撒韦公司更有利可图的投资方式时，他会支付股息，以便使他们能按照自己的意愿进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买入如童话故事般美好的股票

巴菲特最喜欢的、描述股票内在价值和安全收益的方式充满童话色彩。巴菲特说，他最喜欢的公司，就像：

一座城堡，四周环绕着很深的、危险的护城河，而城堡内的领导者是一位诚实、正派的人。更为重要的是，城堡能从领导者的天赋中获得力量；护城河是永恒存在的，成为对那些试图进攻城堡的人的强有力的威慑；与此同时，在城堡的内部，领导者能创造财富，但这些财富并不是由他一人独享。我们可以这样粗略地理解上述描述：我们喜欢拥有统治地位的大公司，因为它们的特许权是独一无二的，拥有巨大的力量或者能长盛不衰。 226

你的公司需要一条这样的“护城河”来使你免受那些不期而至、企图和你讨价还价的家伙的骚扰。 227

1969年时，巴菲特对他所喜欢的、如童话故事般美好的股票做了实际分析：

我每买进一只股票，都像要买进整家公司那样进行考虑。打个比方，如果我打算买一家沿街的商店，我会想要知道关于它的一切。我想说的是：看看迪士尼1966年上半年的股价吧。当时每股价格为53美元，并不是特别便宜；但你要想想看，以这样的价格，你能以8000万美元的价格买进整个公司，而《白雪公主》《鲁滨孙漂流记》和一些著名的卡通人物都从其账面上冲销了，它们的价值就值8000万美元；此外，你还能拥有迪士尼乐园以及一位合伙人——天才的沃特·迪士尼，你还有什么可犹豫的呢？ 228

1996年大都会公司和迪士尼合并后，巴菲特再次买进大量迪士尼股票，对此，他说：

拥有《白雪公主》就像拥有一片油田[1]，你可以把原油从地下抽上来出售，然后又会有原油源源不断地从地底渗出。 229

接下来是他对于米老鼠的评价：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关于这只老鼠，最棒的是它没有经纪人，你完全拥有这只老鼠，它是你的。230

不过伯克希尔-哈撒韦公司只是短暂地持有迪士尼股票，不久便将它们出售了。因为当时迪士尼正经历管理层变动。

[1] 迪士尼可以每隔7年重新发行一次《白雪公主》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

寻找卓越的公司

你必须投资于一家即使白痴也能经营的公司，因为该公司某一天就有可能由一个白痴来经营。[231]

对于任何一家公司来说，在接下来的一个星期、一个月或一年里，所有情况都有可能发生。但真正重要的事情是你要投资于正确的公司，经典的例子是可口可乐公司。该公司于1919年上市，最初每股价格为40美元，但次年股价跌到19美元。这主要是由于第一次世界大战后白糖价格剧烈波动造成的。因此，如果你在该公司上市时买进该公司股票，一年后可能已经损失了一半的钱；但如果你一直持有这些股票直到现在，并在这过程中将所有股息再次投资于该公司股票，如今，你最初的40美元投资现在大约值180万美元。在这过程中，我们经历了大萧条和战争，白糖价格一直跌宕起伏。我们经历了太多的事情。因此，对于我们来说，考虑该公司产品是否有可能经受住这些冲击，并成为支撑经济的重要力量，要比犹豫是否应买进或抛售该公司的股票更有经济效益。[232]

让我们假设你将离开10年，在离开之前，你想进行一次投资。你了解当前的一切情况，但在你离开的这段时间，一切都有可能改变，而你却无法改变自己已经做出的投资决策。在这样的情况下，你会如何考虑呢？

我会列出一切我觉得确定的事情，例如，我知道市场将会持续增长，主导公司将成为世界范围内的主导公司，以及每股股价将有大幅度的增长。但我就是无法预计类似可口可乐公司的这种情况。[233]

芒格让我要关注一家有巨大收益增长能力的大型公司的优点，但你必须首先确定这的确是一家有着巨大收益增长能力的大型公司，而不是像德州仪器公司或宝丽来那样，其收益能力都是假设的。[234]

巴菲特曾经向通用食品公司总裁史密斯·菲利普（Smith Philip）解释为什么在没有人对该公司感兴趣的情况下，他打算买进该公司股票：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

贵公司有着深入人心的品牌，你们的售价仅相当于收益的3倍，而其他食品公司的售价是其收益的六七倍。此外，你们拥有充裕的现金，如果你不知道该如何处理这些现金的话，就交给我们处理吧。[235]

事实上，通用食品被菲利普·莫里斯公司收购后，又被并入了卡夫食品公司（Kraft Food）。菲利普·莫里斯公司现在名为阿尔特里亚公司（Altria）。

对于优秀公司的定义是能持续25年或30年保持优良业绩。[236]

购买业绩优秀的公司股票的理由之一是一旦买入，投资者便可坐享其成了，相信公司的经理会各司其职，把工作做好。1973年，巴菲特已经拥有伯克希尔-哈撒韦公司相当比重的股票，以及伊利诺伊州的一家银行、奥马哈的一家周报，并开始对6家保险公司、一家女性服饰连锁店和一家糖果公司感兴趣。然而，他这样告诉记者——显然并不是为了自夸：

我几乎可以两手插在口袋里，什么都不用做，我的生活很悠闲。[237]

我告诉为我们公司工作的每一个人，要想成功，只需做两件事情。第一，站在股东的立场思考；第二，马上宣布坏消息，因为我们没有理由担心好消息。[238]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保证投资的质量

拥有希望之星[1]的一小部分比拥有一颗人造钻石的全部要好得多。239

从孩提时代出版了一份名为《马夫的选择》的内部情报开始，巴菲特就表现出他对于赛马的兴趣：

在赛马比赛中有速度主裁判和等级主裁判。速度主裁判说你要试着计算出这匹马能跑多快，而等级主裁判说一匹身价1万美元的马肯定要比身价6000美元的马跑得快。格雷厄姆说：“买进价格足够低的股票，它肯定能让你赚到钱。”他的观点恰好与速度主裁判的观点不谋而合。而另一些人说：“买进业绩最好的那家公司的股票，它肯定能让你赚到钱。”则他的观点恰好与等级主裁判的观点相同。240 [2]

[1] 希望之星是一颗世界上现存最大的蓝色钻石。——译者注
[2] 巴菲特一开始就像一位“速度主裁判”，认为要买价格低的股票，但后来逐渐演变为“等级主裁判”，认为要买质量好的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

垃圾债券

当被问及他如何看待垃圾债券时，巴菲特回答道：

我想它们就像它们的名字一样，是一堆垃圾。 [241]

后来，有人问他为什么在1983年和1984年，共买进1.39亿美元华盛顿公共电力服务公司发行的垃圾债券（WPPSS债券或WHOOPS债券），而当时这些债券的信用等级说明它们已经有很大的风险。 [1] 对此，巴菲特回答如下：

我们并不是根据信用评级做出判断。如果我们想让穆迪和标准普尔主宰我们的钱的话，还不如直接把钱交给他们经营好了。 [242]

从那以后，巴菲特还曾投资于雷诺兹-纳贝斯克公司（RJR Nabisco）、克莱斯勒金融服务公司、德古士（Texaco）、时代华纳和亚马逊等公司的垃圾债券。

我不是工程师，我甚至不知道为什么我一按开关灯就会亮。但我知道如何选择垃圾债券。 [243]

在伯克希尔-哈撒韦公司2002年的年度信件中，巴菲特解释说在某些方面投资股票和投资垃圾债券是有相似之处的：

这两种投资活动都要求我们进行价格-价值之间的计算权衡，还要从众多证券中挑选出少数几只拥有诱人的收益/风险比的证券。

然而，他对这两种不同类型的投资有着截然不同的预期。他希望所有的股票投资都能获得利润，但对于垃圾债券投资却不抱有这样的奢望：

购买垃圾债券，意味着我们在和一些边缘公司打交道。这些公司通常过度负债，并经常属于一些资本回报率低的产业。此外，管理层的素质有时也令人担忧，管理层的利益甚至可能直接与债权人的利益对立。因此，我们预期垃圾债券投资偶尔会使我们蒙受巨大损失。但到目前为止，在这一方面我们的表现还是相当不错的。 [244]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

芒格解释伯克希尔-哈撒韦公司拥有许多固定收益的债券投资，有些是伯克希尔-哈撒韦公司直接买进的，有些是其保险子公司买进的。他并不反对巴菲特投资于这些被称为“垃圾”的东西。

芒格说：“只要巴菲特想要那么做，我都很乐于看到他能实践他的想法。而且这些年来我们已经通过投资垃圾债券获得数亿美元的税前收益，并没有承受太多的风险或陷入窘境。因此我们会坚持这项特别的投资项目。” 245

[1] 这些债券最终并没有违约，反而提供了16.3%的固定、免税收益率，为巴菲特带来年均2270万美元的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

评估特许权的价值

巴菲特把特许权价值描述为环绕公司这座城堡四周的护城河。他用吉列[1]作为例子来说明这一点：

每年全球大约消耗200亿～210亿片剃须刀片，其中30%都是吉列生产的，但从价值上看，吉列占到60%。吉列在一些国家——斯堪的纳维亚半岛[2]和墨西哥的市场占有率高达90%。如今，只要提到剃须，你脑海里浮现的必然是这家公司，一家一直致力于研发更好的剃须刀，创新分销力量，同时在消费者心目中占有一定地位的公司……你知道，剃须是你每天要做的事情——也是我希望你每天要做的事情——如果你每年在刀片上仅花20美元的话，你会得到可怕的剃须体验。如今人们不倾向于改变他们所熟悉的一切，包括吉列的刀片。 246

你只要想到在你睡觉时全球有大约25亿男性的胡须在生长，你就能安然入睡。我想吉列的所有员工都不会有睡眠问题。 247

如果你还未通过吉列的例子理解特许权的概念，那么请结合好时巧克力的例子加以理解：

如果你走进商店想买点巧克力，但他们说："我们没有好时巧克力，只有这种没有商标的、老板推荐的巧克力。"如果你宁愿穿过这整条街去买好时巧克力，或者宁愿多付5美分也要买好时巧克力，而不买那些没有商标的巧克力，那么你的行为就体现了特许权的价值。 248

在情人之间，很多情况下便宜的价格并不重要：

你知道，他们绝不会在情人节那天回到家说："亲爱的，这是两磅巧克力，很便宜。"在这里价格便宜并没有用。 249

可口可乐公司拥有世界上最强大的、令其他公司望尘莫及的特许权力量：

如果你在一生之中能偶然想到一个与某家公司有关的好点子，你无疑是幸运的。这家（可口可乐）公司是世界上最大、最好的公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

拥有世界上最强大的品牌，销售价格适中，普遍受到欢迎——在所有国家，人均消费可口可乐的数量几乎每年都在增加。没有任何一种其他商品能做到像它这么成功。 250

特许权力量筑就的“护城河”提供了强有力的保护：

若可口可乐公司被兼并，其震撼力不亚于珍珠港事件。 251

巴菲特曾不止一次从投资那些面临严重财务困难但特许权价值并未受到影响的公司中获益：

这与1963年年底遭受“色拉油丑闻”打击的美国运通的情况类似。这一打击并没有影响运通公司所签发的旅行支票或信用卡的权限。这一丑闻可能毁了运通公司的资产负债表，但毫无疑问，即使没有任何净资产，仅凭“运通”这一品牌就值许多钱。

没有任何净资产的政府雇员保险公司也值很多钱，当我买下该公司时，有人预计它第二天就会倒闭，因为它没有任何净资产， [3] 但我对它即将带来的净资产很满意。事实上，许多拥有该公司股份的保险公司为它提供了净资产。 252

巴菲特已经对这些特许权失去了兴趣。他曾经是雷诺兹-纳贝斯克公司（雷诺烟草公司的所有者）的最大股东，但他在20世纪80年代早期便出售了这些股票。虽然据说他并未反对所罗门兄弟公司在1988年对雷诺兹-纳贝斯克公司进行投资，但他拒绝加入所罗门兄弟公司的这一投资行为。据报道，他曾经说：

我会告诉你我为什么喜欢烟草行业。一支烟的生产成本只有1美分，售价却高达1美元，而且烟能使人上瘾，因此这一行业拥有令人难以置信的品牌忠诚度。 253 [4]

[1] 2004年，吉列并入宝洁公司，使伯克希尔-哈撒韦公司拥有3%的宝洁股份。
[2] 瑞典、挪威、丹麦、冰岛的泛称。——译者注
[3] 1976年，由于发展过快，政府雇员保险公司经历了挫折：公司的扩展超过了市场的容量。在巴菲特收购该公司后，它逐渐复原。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[4] 巴菲特后来澄清，上述言论是他引用了别人的话，他认为这段话是有讽刺意味的。然而，上述一切的确是令人沮丧的现实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

重视价格机制的力量

巴菲特解释说，一家好的公司偏好价格的灵活性。价格的力量是与特许权价值紧密联系在一起的：

如果你拥有时思糖果公司，你会对着镜子说：“镜子镜子，我问你，今年秋天糖果的定价该为多少呢？”镜子说：“定价可以再高一些。”这是一家业绩良好的公司。[254]

1986年，巴菲特预言由于在定价方面处于弱势，电视行业将会四面楚歌：

从本质上来说，许多年前，电视拥有许多尚未使用的价格力量，但它们如今已经被使用殆尽。因此，该行业对于价格的影响力已经不可同日而语。我没有看到有线电视行业实现超越通货膨胀率的飞速收入增长，但在过去的许多年里，它们曾经拥有这种能力，甚至曾有人据此乐观地预期有线电视将发展成为人们生活的一部分。但如今，你看到一切都发生了改变。[255]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

寻找拥有廉价流动资金的公司（然后要对这家公司进行正确的定位）

巴菲特很早便知道保险公司的利润是建立在对为应付保险赔付而募集的保费进行出色投资的基础之上的。伯克希尔-哈撒韦旗下所有保险公司这一流动资金的总额大约为65亿美元，其中有30亿美元是由如今伯克希尔-哈撒韦全资拥有的政府雇员保险公司提供的。这些闲置资金并不属于伯克希尔-哈撒韦，但它有权使用这些资金。

一些证券分析师认为仅仅按照其账面价值考虑保险公司的价值是一个巨大的错误，因为忽略了这些流动资金的价值。[256]

巴菲特发现其他一些公司也存在流动资金：

在倒闭之前，蓝筹印花公司（Blue Chip Stamp）曾经是一家拥有大量流动资金的公司。它的钱放在哪里？难道都藏到保险箱里了吗？我不知道。（在20世纪五六十年代时，印花交易就像去杂货店购物一样普遍，但后来这一交易不得不让位于息票以及其他一些新的投资工具。然而，在蓝筹印花公司倒闭之前，巴菲特已经通过运用该公司的流动资金进行投资，获得了丰厚的利润。[257]）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

学着喜欢垄断

房地美公司是一家私营的公共事业公司，为住房抵押品提供二级市场。房地美公司和它的兄弟代理公司房利美公司（美国联邦国民抵押贷款协会）控制了这一业务90%的市场，形成了一个由两家公司垄断的卖方市场：

这是仅次于单头垄断的好事情。 258

报业是一个令人觉得不可思议的行业。这是少数几个自然形成有限垄断的行业之一。显然，报纸必须和其他一些媒体形式进行竞争，但这些竞争都不如各家报纸之间的竞争来得激烈。如果我让你找出另一个像这样的行业，我想你应该找不到。 259 [1]

《水牛城晚报》和竞争对手加急快递之间爆发了发行战争，在此期间，后者提起诉讼，指控巴菲特的报纸执行限价。他们手中的把柄是据说巴菲特曾经说过拥有一家垄断的报纸就像拥有一座可以任意收费的桥梁。当他们向法庭陈述这一言论时，巴菲特说：

我是说，在一个通货膨胀盛行的时期，如果一座桥梁可以任意收费的话，它是值得拥有的投资。 260

反方律师问他为什么，巴菲特回答道：

因为通过收费，你已经摊销了自己的资本成本。你以过去的美元成本建造了这座桥，而不需要不断地对这座桥梁进行翻修。 261

[1] 巴菲特在1986年发表了上述言论。因为人口统计和零售业发生了重大变化，以及诸如互联网之类的新的竞争媒体的出现及繁荣，巴菲特把报业归类为“优秀但不是非常出色”的行业，紧接着便对收购新的报业公司彻底失去了兴趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

寻找以所有者立场思考的经理

我总是假设整家公司都属于我一个人。如果管理层能像我这样考虑问题的话，那么这就是我喜欢的管理层。[262]

最好的CEO热爱经营管理公司，而不喜欢参加商业圆桌会议或在奥古斯塔国家高尔夫球俱乐部打高尔夫。[263]

巴菲特经常说因为他不是糖果销售、百科全书出版或服装业、鞋业（所有这些都是伯克希尔-哈撒韦公司拥有的公司）的专业人士，所以他希望他的经理都是这些方面的专才。关于对鞋类制造商、主要皮革采购商——布朗鞋业（H.H.Brown）的收购，巴菲特说：

他们（布朗鞋业的管理层）都是专业人士，公司的方向只要稍微出现偏离，他们马上就能发觉。[264]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

管理层固然重要，但好的公司更重要

我们的结论是，只有在极少数例外情况下，声名显赫的管理层能使一家因经济基础差而闻名的公司起死回生——他们很难改变公司的现状。[265]

我喜欢的公司应该是一个即使没人管理，也能赚钱的公司。这是我梦寐以求的公司。[266]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

避免制度性强制（公司的“旅鼠行动”[1]倾向）

对于领导者求贤若渴的公司来说，即便是愚蠢的领导者，也能迅速得到部下的支持。[267]

如果你才能平庸，但在董事会有许多朋友，情况就与训练足球队完全不同了。如果足球队教练最终训练出了11个在球场上不知所谓的家伙，他肯定会丢掉工作，但董事会成员不会因为他们雇用了一位平庸的CEO而失去工作。因此对于董事会成员来说，适用于其他工作岗位的这种自动淘汰机制是不起作用的。[268]

[1] 旅鼠行动，比喻人们非理性的从众行为。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

偏爱那些回购自己股票的公司

当某家公司的股票在市场上以低于内在价值的价格交易时，巴菲特说对于该公司来说，最好的投资方式之一就是买回自己的股票。这是否意味着当伯克希尔-哈撒韦公司的股价跌到低于其内在价值时，巴菲特会回购伯克希尔-哈撒韦公司的股票呢？对此，他说：

如果这么做是有意义的，我会买进伯克希尔-哈撒韦公司的股票，但前提是伯克希尔-哈撒韦公司的股价要比其他我感兴趣的股票的价格更便宜。 269

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不要害怕多元化投资

多元化投资是对于无知的一种保护。但它对于那些知道自己在做什么的人来说，几乎没有意义。[270]

世界上许多巨额财富都是通过对某家业绩突出公司的集中投资形成的。如果你了解这家公司，就没有必要再对其他许多公司进行投资。[271]

巴菲特引用了百老汇的舞台总监比利·罗斯的话来解释多元化投资的困难：

如果你妻妾成群，有40位之多，你就不可能深入了解她们中的每一个。[272]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

进行长期投资

巴菲特对短期投资深恶痛绝，因此他曾经建议对时间短于1年的股票交易利润征收100%的税。 273

芒格和我都希望能长期持有我们手中的股票。但事实上，正如你们所看到的，芒格和我都很老了，我们不知道我们的后继者会怎么处置这些股票。 274

我们喜欢收购公司，不喜欢出售公司，我们希望这种状态能一直延续。 275

我们将长期持有绝大多数我们大量持股的股票。我们投资决策的成效将取决于公司在这段时期内的经营业绩，而不是取决于该公司股票某日在股市上的表现。正如在收购整家公司时，仅仅关注其短期前景是愚蠢的那样，我们认为在购买公司的一小部分即普通股时，被公司近期的预期收益所迷惑同样也是缺乏全面性的。 276

巴菲特不仅仅自己关注长期投资的结果，他还希望伯克希尔-哈撒韦的股东能尽可能长期地持有他们的股票：

如果我拥有一家俱乐部或者在一座教堂中布道，我不会用与会人员或俱乐部成员变动的频繁程度来衡量自己的成功。我更愿意看到没有人愿意离开座位，这样就不会有空余的位置提供给其他人。 277

他认为可以用这样的方式来考虑是否收购一家公司：

一开始，这有点像一段罗曼史。你必须要花一些时间和不同的女孩相处，然后，你会找到你的初恋。后来，最重要的时刻来临了，你们终于走到了一起。但第二天，你会不会开始考虑如果有人出2倍甚至3倍的价格，我是否要卖了它呢？ 278

巴菲特说自己是瑞普·凡·温克尔式[1]的投资者：

我将持有股票的期限设定为：永远。 279

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[1] 瑞普·凡·温克尔是美国文学之父华盛顿·欧文创作的著名短篇小说《瑞普·凡·温克尔》里的主人公，有一天，他为了躲避唠叨凶悍的妻子，独自到附近的赫德森河畔兹吉尔山上去打猎。他遇到当年发现这条河的赫德森船长及其伙伴，在喝了他们的仙酒后，就睡了一觉。醒后下山回家，才发现整整20年过去了。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

善于总结

股票投资很简单，你所要做的只是以低于公司内在价值的价格买进那些优秀的、拥有正直、精干的管理层的公司的股票。然后，你只要一直持有该公司的股票就可以了。 280

巴菲特说，或者你可以遵循威尔·罗杰斯的方法。罗杰斯说，在买进一只股票之前要认真研究市场，“然后，当股价上涨到你买入价的两倍时，把它抛掉”。但如果股价没有上涨到你买入价的两倍，你该怎么办呢？罗杰斯说：“不要买进那些股价不能上涨至买入价两倍的股票。” 281

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当你因为追随巴菲特的投资脚步而变得富有时，请回馈社会

使巴菲特和他的朋友、同事与众不同的品质之一就是他们对于社会责任的态度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资是有利于增进公众福利的方式

由于投资现代生产设施所获得的实际资本的巨大增加，应该有助于带来经济福利的巨大改善。如果更多的劳动力、更大的消费者需求以及政府的重大承诺未能创造并利用整个产业所拥有的昂贵的、新的资本资产的话，则其唯一的后果便是巨大的挫折。这是俄罗斯人和洛克菲勒家族都非常理解的一种关系。对于这种关系的正确理解及运用，使联邦德国和日本取得了令人瞩目的成功。非常高的资本积累率使得这两个国家在提高生活水平的速度方面远远超过了我们，即使我们仍然拥有超级大国的地位。 282

虽然一些投资者能利用杠杆收购从中获利，但对于社会来说，它并不总是件好事。首当其冲的便是：用债务取代权益会减少公司的纳税，而公司的纳税能为社会公共事业提供资金。

如今当你读到有关布恩·皮肯斯、吉米·戈德史密斯及其全体员工的书时，你会发现他们一直在谈论如何为股东创造价值。事实上，他们不是在创造价值，而只是把这些价值从社会转移到股东手上。这可能是件好事，也可能是件坏事，但不管怎么说，都不是在创造价值——它不像亨利·福特发明了汽车或像雷·克洛克发现了如何比别人卖出更多汉堡包的诀窍那样真正为社会创造价值……最近几年，一些熟知游戏规则的人接二连三地对一些公司进行收购。这意味着每一位公民必须为政府所提供的所有产品和服务多支付一些钱。 283

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当报酬与付出不成比例时，你会怎么做

还有一些人和巴菲特一样，对于社会公众的安全、健康、幸福和福利做出了重要的贡献，但他们获得的回报要低于他们的付出，对此，巴菲特说：

这个社会给予我的奖励远远超出我为它所付出的一切。[284]

我个人认为我所取得的成就中相当大一部分应归功于社会。如果你让我身处孟加拉国、秘鲁或其他一些国家，你就会发现我的天赋在不正确的土壤上，所取得的成就到底有多大——可能30年后，我仍在艰苦奋斗。因为我所处的市场体系恰好是一个报酬与付出不成比例的体系，即使强悍如迈克·泰森也无法适应这一切。如果在美国，泰森10秒之内击倒对手能赚1000万美元的话，则在这些国家能赚到钱远远不止1000万美元；如果你能击出一个好球，他们也会支付更多的钱；但如果你是一位杰出的教师，他们不会支付很高的报酬；如果你是一位非常敬业的护士，他们也不会支付很高的薪水。现在，还需要我举出一些和这些国家类似的价值体系吗？我想不需要了，我并不认为你能在这样的体系下取得成功。但我坚持认为当你得到市场体系的正确对待时，即市场体系由于你某项特殊的天赋——这项天赋可能是由于你的声线迷人，每个人都愿意为聆听你在电视上或其他地方演唱付钱——慷慨地给予你购买商品和服务的能力时，我认为社会对给予你的这些钱拥有求偿权。[285]

我不会对金钱有罪恶感。我看待金钱的方式是认为自己拥有的金钱代表着社会签发的、金额巨大的、代表着“求偿权”的支票。我可以把这些钱用于消费。如果我想这么做的话，在我的余生，我完全可以雇用1万个人，每天除了为我的画涂上颜色外什么都不做。我们国家的国民生产总值将会增加，但这一产出的效用为零，而我的这一行为可能会使这1万个人无法从事艾滋病相关研究、教学或护理工作。因此，我不会这么做，不会滥用这些“求偿权”支票。事实上，我打算在我和妻子去世后，把所有这些“求偿权”支票都用于捐助慈善事业。[286]

在他为奥马哈房地产大亨彼得·基维所写的颂词中，巴菲特给出了另一个关于如何使用“求偿权”支票的例子（巴菲特敬重基维，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为他对于自己这些的“求偿权”支票非常节约，把他相当大比重的资产——价值2000万美元的资产——留给了慈善事业）：

若一个人的支出少于收入的话，他实际上在为未来积蓄“求偿权”支票。但可能在后来的某一天，他会背道而驰，消费超过收入，从而不断兑现他原来积蓄的“求偿权”支票；或者他会一直恪守自己原来的坚持，把这些积蓄的“求偿权”支票传给其他人——可能是在自己的有生之年以捐赠的形式转让给他人，或者是在自己去世后以遗产的形式转让给他人。

而另一个截然相反的例子是威廉·伦道夫·赫斯特[1]，他耗尽其毕生积蓄建造和维护位于圣西蒙的赫氏古堡。赫斯特就像法老为自己建造金字塔一样，大兴土木，调动了大量人力、物力来满足他个人的享受，远远背离了整个社会的目标。

他雇用了一大群人来迎合自己一时的兴致。例如他在圣路易斯-奥比斯保（San Luis Obispo）雇用的员工必须花费一生之中的大部分时间为他私人动物园里的北极熊搬运冰雪，这些员工的劳动不会生产出对整个社会有用的其他商品和服务。 287

巴菲特的朋友比尔·盖茨说他认为自己会经营微软直到2008年，之后将致力于如何使用这些财富。巴菲特预计盖茨会把其中一些财富回馈于社会：

我想，终有一天，他会花一些时间思考自己的慈善事业对于整个社会的影响。他的想象力绝不允许他仅仅拘泥于传统的捐赠形式。
288

[1] 美国传媒大亨威廉·伦道夫·赫斯特是世界上有史以来最豪华的私人住宅赫氏古堡的主人。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

心甘情愿地纳税

对于伯克希尔-哈撒韦公司1993年支付了3.9亿美元的联邦税款，巴菲特是这样解释的：

芒格和我对于这笔巨额税款没有任何怨言。我们在市场经济中开展经济活动，它对我们的努力所给予的回报已经非常慷慨，远远超出了它给予那些其产出为社会带来的利益与我们相等或甚至更多的公司的回报。税收应该能部分纠正这种不平等。但不管怎么说，我们的确得到了特殊的优待。[289]

巴菲特曾经写道，应对持有期在一年以下的证券交易征收100%的税收，若这一税收适用于包括机构投资者在内的所有人的话，美国的经济将更具有竞争力。因为通过这一税收迫使投资者较为长久地持有股票，美国的产业将会更加稳定。

关于如何在世界经济舞台中与那些在产业生命周期长达20年的环境中开展经营活动的外国决策者竞争，我们已经讨论了很多。为什么我们不能把我们的产业生命周期延长为至少一年呢？[290]

在通常情况下，芒格的立场和巴菲特是一致的，除非这一问题涉及芒格作为共和党人的政治立场。对此，芒格说：“我喜欢一定程度的社会干预（如税收、法律），这有助于消除一些资本主义的不平等，但我憎恨任何纵容欺骗的社会体系。”例如，芒格说他不主张对工人因公致伤或致残进行赔偿，因为很难剔除那些伪造的索赔。[291]

巴菲特反对总统乔治·布什削减税收的做法，尤其反对削减遗产税，把这称为是对“富人的税收削减”。相反，他支持削减对中低收入水平居民的课税，因为这些人才更有可能把钱用于满足当前的、不断缩水的需求，以此来刺激经济。

我听说了这则有关共和党的消息，说我们的巨额财富太惊人了，但今后我们不需要再背负巨额财富带来的沉重负担。但这则消息对我来说并没有多大意义，因为我支付的税率比我的秘书还要低……坦白地说，我认为这太不可思议了。[292]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特对布什削减税收政策的批判发表在2003年5月的《华盛顿邮报》上。两个星期后，财政部主管税收政策的助理秘书奥尔森发表了针锋相对的演讲来为这一计划辩护，并补充说道：“必须指出的是，这意味着擅长玩弄税法的‘中西部圣人’，将可以放心地保留他全部的收益。”

巴菲特猜测他就是那位“中西部圣人”。他在写给股东的接下来的一封信中进行了还击：

很遗憾，我“玩弄税法的表演”不能使我登上卡耐基音乐厅的舞台，甚至也无法登上高中独奏会的舞台。我以你们和自己的名义宣布，伯克希尔-哈撒韦公司将从其2003年收入中拿出33亿美元，以纳税的形式送给财政部，这一金额相当于2003年所有美国公司支付的所得税总额的2.5%。[293]

巴菲特说伯克希尔-哈撒韦公司的市值只占美国股票市场市值的1%，但它却是美国纳税最多的10家公司之一。巴菲特以他一贯的幽默来结束这封信：

不过，我还是希望奥尔森女士能对我过去所做的努力给予一些赞许。回想1944年，当我还是一个年仅13岁的送报生时，第一次申报所得税，整份1040表只有3页，在减除35美元的脚踏车扣抵之后，计算出我的应纳税款为7.1美元，我将支票寄给财政部，他们未反馈任何意见便即刻兑现了这张支票。一直以来，我们都相安无事。[294]

2006年，伯克希尔-哈撒韦公司填写了一份多达9386页的申报表，支付了44亿美元的联邦所得税：

在过去一年里，美国政府花费了2.6万亿美元，相当于每天花费70亿美元。这就是说，伯克希尔-哈撒韦公司支付了超过半天的政府支出的所有账单，从社会安全、医疗保险直至军费开支。如果美国能有600个像伯克希尔-哈撒韦公司这样的纳税大户，所有美国人都不必支付联邦所得税或工资税了。[295]

我想政府对我的课税太低了，但我当然也不会自愿支付更多。[296]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是，巴菲特和比尔·盖茨都说他们愿意为国家的繁荣承受更重的课税。巴菲特说如今的税收体系必须加以改进，他指出许多在伊拉克作战的士兵支付所得税的税率比他的税率还要高。

我认为这是非常不公平的。[297]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

慷慨付出

世界杯期间，巴菲特宣布他将向比尔和梅琳达·盖茨基金会（BMG）捐赠310亿美元，使得该基金会的规模达到600亿美元。意大利人对于足球的热情和意大利夺冠这一激动人心的事实都难敌巴菲特和盖茨——这两位世界上最富有的人的风头。电视上充斥着与他们有关的新闻，意大利以及全世界都对巴菲特的能力以及对慈善事业的慷慨肃然起敬。

巴菲特把自己财富的85%投入有意义的事业（另外60亿美元直接捐赠给巴菲特家族的各个基金会）是美国历史上最慷慨的捐赠行为。他的这一行为使得之前美国的两位慈善家铁路大亨安德鲁·卡耐基和石油巨头约翰·洛克菲勒的捐赠相形见绌。按照2006年的美元币值衡量，卡耐基基金的规模为41亿美元，而洛克菲勒基金的规模为76亿美元。《基督教科学箴言报》把此次巴菲特和盖茨的合作誉为新的“慈善事业的黄金时期”的黎明。

《财富》杂志的主编卡罗尔·卢米斯就此事详尽地采访了巴菲特，问他：“世界上第二富有的人捐赠了数不清的钱给世界上第一富有的人，是不是具有一定的讽刺意味呢？”对此，巴菲特回答道：

如果您要这么理解的话，听起来似乎真的很有趣。但事实上，我只是通过他以及梅琳达进行捐赠，而不是把这些钱给他。[298]

多年来，巴菲特一直承受着关于他过于吝啬的指责。人们指责他有这么多钱，却很少给予那些需要钱的人。早年，巴菲特和妻子苏珊成立了一个基金会，开展慈善工作，但基金会的规模实在太小。

事实上，那时巴菲特还没有准备好。他仍然全神贯注地致力于建立并巩固伯克希尔-哈撒韦公司的地位和实力。而且，巴菲特从不认为派送自己的财富是他的义务。他一直不善于花钱，而擅长于赚钱，他认为要先创造财富，也就是说要先做一个更大的馅饼，今后才可以慢慢享用。

我认为能以非常高的速度积聚财富的人，才是那些能在长达20年的时间里，坚持致力于慈善事业的人。而那些只能以较低速度积聚财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

富的人应该只能致力于当前的慈善事业。[299]

但苏珊的去世使巴菲特打算让苏珊管理基金会的计划全盘落空。

如果我先于苏珊去世的话，她可能已经开始分配我们的财富，巴菲特基金也可能已经成倍扩张，达到一个非常大的规模。我突然意识到现在就有一个规模巨大的基金，它应该能高效地运用我的钱。[300]

巴菲特决定支持盖茨的基金会而不是支持自己的基金会，从理念上来说是独树一帜的，同时与他的商业实践又是一脉相承的。他从不开办新的公司，只投资于现有公司的股票或全面收购成功的公司。巴菲特告诉盖茨：

我希望BMG捐赠所秉承的原则是进行深度的扩展而非广度的扩展。你承诺只对少数几个非常重要但资金不足的项目进行捐赠，我相信这一策略会使你的预期目标收到良好效果的可能性非常高。[301]

拥有如此巨额、可供运作的资金，巴菲特和盖茨的这一合作举世瞩目。巴菲特的捐赠使BMG的规模几乎是美国第二大慈善基金——福特基金会规模的6倍。BMG的预算和财力甚至超过了世界卫生组织的预算和财力。如果BMG是一个国家的话，它拥有的资产将使它成为世界上第55大经济体，甚至超过了产油国科威特的经济规模。

仅仅第一年，巴菲特的捐赠将使BMG的年度捐赠金额增加15亿美元。如果伯克希尔-哈撒韦的股价持续上涨的话，这一数字还将进一步增加。

研究慈善事业的著名教授乔尔·奥罗兹（Joel J.Orosz）在位于密歇根州大湍流市的雄谷州立大学的一次演讲中说：“从未有人尝试管理规模高达600亿美元的基金。至今为止，我们从未拥有规模如此巨大、影响力如此之大的基金。”[302]

比尔·盖茨和梅琳达·盖茨说他们对巴菲特的这一决定肃然起敬，希望他能成为基金会的董事会成员。他们说：“巴菲特不仅拥有令人称奇的智慧，还富有强烈的正义感。巴菲特的智慧将帮助我们把工作做得更好，与此同时，使工作的过程变得更富乐趣。”[303]

巴菲特一直强调他希望他们能不拘一格地分配他的财富：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我希望我的基金管理人能集中捐助几个无法得到正常资助，但对于社会来说却是非常重要的项目。我告诉他们如果他们捐给这家医院50万美元，又捐给那家学校50万美元的话，我不得不监督他们的捐赠行为。但如果他们在符合上述标准的项目上一掷千金，我会松一口气：谢天谢地，他们终于做对了。 [304]

由于巴菲特对不同基金会的巨额捐赠是在长达20年的时间跨度内逐渐兑现的，他的捐赠行为对人们传统观念带来的震撼得以逐渐削弱。

尽管强大的巴菲特和盖茨之间的结盟在减轻痛苦、病痛、损失和剥削等方面的潜能令人震撼，但仍然备受争议。英国《卫报》这样总结这一事件的影响：“对于许多非洲国家的卫生部部长来说，向盖茨基金会提交计划要比向西方国家寻求援助更重要。如此大权在握是不是一件好事呢？盖茨先生和巴菲特先生是否会排挤其他人对慈善事业的付出呢？事实上，盖茨基金会的规模确实是对那些企图私下对公共医疗卫生事业进行私有化的人的一种威慑。”

“没有人会质疑盖茨先生或巴菲特先生的动机，”《卫报》文章继续写道，“但一些激进分子害怕他们的慷慨会使得其他一些公众的努力白费。一些学术周刊已经探讨了盖茨基金会选择支持一条科考线路而不支持另一条科考线路会如何扭曲学术研究的优先权。由于私人基金会在决策方式以及选择优先支持对象方面缺乏社会责任感，它们会不会损害公共福利呢？他们还认为基金会会破坏强化政府角色的努力——尽管有时强化政府角色并不见得总是好事。” [305]

在这篇文章中，《卫报》承认政府并不总是致力于改善社会福利，政府对于一些值得资助的项目的资助令人难以捉摸，政府对干细胞研究的资助就是一个例子。公众一致认为政府对该项目的资助进展缓慢、令人不满。此外，政府的优先资助对象也会发生改变。20世纪后期及21世纪的最初几年，政府增加了对美国国家卫生研究所的预算。到2006年，联邦政府的资助一直维持在每年280亿美元左右。但据《华尔街日报》报道，布什政府计划削减资助金额，这是20世纪70年代以来政府首次削减对美国国家卫生研究所的预算。

然而与少数保守派的言论相比，《卫报》那篇文章的评论还是比较温和的。资本研究中心撰文尖锐地指出：“巴菲特及其家族选择涉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

足这么多公共事业实在是不明智的做法。他的一些钱用于资助保护某些动物种群的慈善事业，一些钱用于支持一些激进的环境保护组织去威胁那些破坏某些树种的公司，一些钱用于资助致力于研究通过使妇女避孕来减少人口的组织。最坏的事情就是巴菲特实在是太有钱了，他只要从手指缝里抠出一点钱，就足够他的整个家族为各自的个人兴趣而挥霍。他向慈善机构捐出了数十亿美元，既捐助了一些值得捐助的项目，也捐助了一些毫无价值的项目。我们把这称为慈善事业的耻辱和光荣。” 306

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有关慈善捐赠的想法

当巴菲特宣布对苏珊·汤普森·巴菲特基金会以及其他家庭成员的基金会再次进行捐赠时，他提出了一些关于如何最有效地运用这些钱的想法（但并非指导性意见）：[307]

• 只进行少数意义重大的资助活动。

• 只关注于那些缺乏你们的资助就无法得到满足的捐助请求。相反，避免对许多能获得其他资助的组织进行小额捐赠，因为即使没有你们的捐赠，它们也能运行良好。

• 对于一些重要的项目，你们要视作为自己的同胞手足工作。

• 关注家乡的社团，但同样赞成更为宽广的视野。

• 根据它们是否符合你的目标以及它们的成功概率来判断一个项目是否值得捐助，千万不要根据提交申请的这个人做出判断。

• 不要害怕犯错误。如果你总是战战兢兢、裹足不前，永远不会做成任何事情。

比尔和梅琳达·盖茨基金会究竟在做些什么呢？

从许多方面看，巴菲特和盖茨家族戏剧性的、出人意料的合作是一次令人欢欣鼓舞的举动。当然，其中最重要的原因是，比尔和梅琳达已经通过致力于改造世界的捐赠活动为自己赢得了声誉。巴菲特把钱交到他们手中，这些钱的用途已经昭然若揭。这些钱不会用于举办舞会、赞助交响乐或歌剧演出，也不会用于资助一家商学院，以便让巴菲特的大名在学院的门厅里流芳百世。这些钱将用于改善全世界人民的健康、教育以及根除饥饿。换言之，它将用于解决社会问题，它将撒播到地球的每一个角落，但主要用于帮助美洲国家以及第三世界国家。

引导盖茨基金会的简单信念是“每一个生命拥有相同的价值”。比尔·盖茨说基金会的一些钱将用于为每一位美国孩子提供第一流的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

教育。“这一目标能不能在我们的有生之年实现呢？我会乐观地说，‘一定能实现’。”308

基金会还资助世界上最具传染性的三大疾病疟疾、艾滋病和肺结核的疫苗研究。梅琳达·盖茨补充说道：“我做梦都希望我们在有生之年看到艾滋病疫苗研究成功。”[309]

“有了巴菲特捐赠的这笔钱，我们能进一步推进我们的工作，”梅琳达·盖茨说，“如今，我们可以不止在一个国家开展研究工作，可以同时在5个国家开展工作。巴菲特的钱让我们能把对于人类健康状况的改善扩展到全世界。”[310]

虽然BMG以解决一些重大问题而闻名，例如艾滋病疫苗研发、第三世界国家孩子的疫苗接种、根除世界范围内的饥饿以及改善美国日益滑坡的教育水准等，它还非常乐于满足一些相对较小的群体的迫切需求。例如，在破坏性极大的2006年5月爪哇地震发生后，BMG向救助儿童会捐赠50万美元用于灾后救援。它目前正在墨西哥海湾重建被卡特里娜飓风摧毁的图书馆。前几年，BMG甚至还为内布拉斯加州一个小镇兴建了一座全新的棒球场，因为那里的孩子除了打棒球之外，没有任何娱乐。

BMG早期所做的一些工作的成果有目共睹。据估计，自从全球疫苗免疫联盟（GAVI）在BMG的资助下于2000年成立以来，已经拯救了170万人的生命。[311]

虽然盖茨因其致力于改造社会的工程而受到一些批评，但绝大多数人都尊重他所付出的努力。在一次由哈里斯互动调查公司（Harris Interactive）和《华尔街日报》联合组织的关于最佳和最差公司的调查中，盖茨的慈善事业使微软排在第一位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的捐赠是否会影响伯克希尔-哈撒韦公司

巴菲特说把他自己的伯克希尔-哈撒韦公司股份捐赠给慈善机构不会对公司的股价产生任何影响：

认识我的人都知道我如何迫切地希望伯克希尔-哈撒韦公司能尽可能地接近完美，这一目标不会改变。我不会做任何偏离这一目标的事情，因为这是我唯一的努力方向。 312

在一封写给家族成员，宣布再次对他们的基金进行捐赠的信中，巴菲特向他的继承人保证伯克希尔-哈撒韦公司将一直是一部强大的投资机器：

我把伯克希尔-哈撒韦公司看作能支持基金长期稳定的理想资产。313

一直以来，巴菲特最大股东的地位是公司内在的稳定力量，因为他持有大部分股份，出售的只是其中的一小部分。比较有代表性的是，伯克希尔-哈撒韦公司股票的换手率一年只有15%，这对于一只大盘股来说，是非常低的。根据巴菲特的计划，这些捐赠将在20年内陆续兑现，他将逐步放松他对于公司的控制，以便投资者和华尔街能逐渐适应这种改变。然而，即使每年所有他捐赠的股票都被出售，该公司股票的换手率也只有17%。巴菲特还指出，随着他和苏珊所持有的股票进入市场，股票的流动性将增加，使得伯克希尔-哈撒韦公司的真实市场价值变得更为明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结束语

出版商、书店老板、投资者、忠实追随者和效仿者一直都期待巴菲特能自己写一本书。1973年，巴菲特开始和一位合著者——《财富》杂志的主编、作家卡罗尔·卢米斯（Carol J.Lommis）

讨论这一事宜。在1989年写给卢米斯的一封信中，他写道：

目前最大的问题是——撇开时间的延迟不说——如果我真的要写一本书的话，我希望它是一本有用的书。这意味着这本书应该是关于我的一些好的想法，而且应该是一些我没有表达出来的好的想法。我最重要的一些想法都直接来源于格雷厄姆，他阐述观点要比我更透彻。

如果这本书是一本传记式的书，我相信我宁愿再等一等。我是一个乐观主义者，相信最精彩的内容总会出现。 314

虽然合作不成，卢米斯仍然是巴菲特最亲密的朋友之一，也是伯克希尔-哈撒韦公司最有权威的人之一。随着时间推移，巴菲特打消了出版自传的念头。1997年，巴菲特授权犹太大学的法律教授劳伦斯A.坎宁安（Lawrence A.Cunning-ham）重新整理并出版了年度信件中致股东的信。这本《巴菲特致股东的信：股份公司教程》[1] 使读者不必翻遍伯克希尔-哈撒韦公司的年度信件，就能获得这些启示。

后来，出书这件事又有了新的进展。普惠公司的保险分析师艾丽丝·施罗德前所未有地被允许接近巴菲特以及伯克希尔-哈撒韦公司的经理，以完成该公司1999年的年度信件。那份年度信件成为畅销书。不久之后，施罗德便公开宣布她将写一本关于巴菲特的书，初步命名为The Snowball：How Warren Buffett Collected Friends，Wisdow，and Wealth，拟于2008年出版，巴菲特并不会参与这本书的写作。事实上，由于施罗德是一位分析师而不是记者或作家，这使人们觉得这本书将更多地关注商业元素，而缺乏人文精神，但巴菲特对这本书的出版充满期待。

[1] 该书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录A 伯克希尔-哈撒韦公司的账面价值和标准普尔500指数的对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年份	年变动百分比（%）		
	伯克希尔－哈撒韦公司每股账面价值（1）	包含股息的标准普尔 500 指数（2）	相对比较结果（1）－（2）
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	（11.7）	32.0
1967	11.0	30.9	（19.9）
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	（8.4）	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	（14.8）	19.5
1974	5.5	（26.4）	31.9
1975	21.9	37.2	（15.3）
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	（7.4）	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	（13.0）
1981	31.4	（5.0）	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	（3.1）	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

年份	年变动百分比（%）		
	伯克希尔－哈撒韦公司每股账面价值（1）	包含股息的标准普尔 500 指数（2）	相对比较结果（1）－（2）
1994	13.9	1.3	12.6
1995	43.1	37.6	5.5
1996	31.8	23.0	8.8
1997	34.1	33.4	0.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	0.5	21.0	（20.5）
2000	6.5	（9.1）	15.6
2001	（6.2）	（11.9）	5.7
2002	10.0	（22.1）	32.1
2003	21.0	28.7	（7.7）
2004	10.5	10.9	（0.4）
2005	6.4	4.9	1.5
2006	18.4	15.8	2.6
年均复合回报率 1965～2006	21.4%	10.4%	11.0%
累计回报率 1964～2006	361 156%	6 479%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录B 伯克希尔-哈撒韦公司股价概览（1962～2017年）

年　　份	股价（美元）
1962	7.56
1965	12
1977	120
1981	500
1988	4 200
1989	8 550
1996	38 000
1998	80 000
2000（互联网泡沫经济的巅峰）	40 800
2002	72 750
2007	108 000
2008	96 600
2009	99 200
2010	120 450
2011	114 755
2012	134 060
2013	177 900
2014	226 000
2015	197 800
2016	244 121
2017	297 600

注：1962～2007年以年中价格或是年底价格来代表当年价格。2008年后数据来自编辑查询的历年BRK.A年底股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录C 巴菲特活动年表

巴菲特和伯克希尔-哈撒韦公司传奇

1869年： 西德尼·巴菲特在毗邻奥马哈的邓迪市开办了巴菲特父子杂货店。巴菲特家族的三代人经营这家杂货店，直至1959年结业。巴菲特和他的合伙人芒格在孩提时代都曾先后在那里工作过，但他们当时并没有碰上，直至成年后才相遇。

1888年： 哈撒韦制造公司在马萨诸塞州的新贝德福德市成立，是一家棉纺厂。华尔街臭名昭著的“女巫”希提·格林（Hettie Green）出任该公司董事。1955年，哈撒韦制造公司与伯克希尔精品针织联合公司合并，成为伯克希尔-哈撒韦公司。

1930年： 当年8月30日，股票经纪商霍华德·巴菲特和妻子利拉的儿子沃伦·爱德华·巴菲特于奥马哈出生。

1941年： 11岁的巴菲特和姐姐多丽丝合伙买进他生平第一只股票——以38美元/股的价格买进6股城市服务公司的优先股。巴菲特以40美元/股的价格卖出后不久股价就上涨到200美元/股。

1943年： 巴菲特告诉一位朋友，他要在30岁之间成为百万富翁，否则就从奥马哈最高的建筑上跳下去。

1945年： 巴菲特按照自己精心设计的一条路线派送报纸，每月大约赚175美元。14岁时，他花了1200美元在内布拉斯加州买了40英亩农田。

1947年： 还是一名高中生的巴菲特和朋友合伙买了一部弹球机，他们把机器放在一家理发店里。当生意扩大到三部机器时，他们把机器卖了，得了1200美元。

1949年： 巴菲特从宾夕法尼亚大学沃顿商学院退学，进入内布拉斯加州林肯分校学习。

1950年： 在花了3年时间完成大学学业后，巴菲特的积蓄增加到9800美元。他向哈佛商学院递交了入学申请，遭到拒绝，于是便进入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

哥伦比亚大学继续深造，在那里他师从投资大师格雷厄姆和戴维·多德。

1951年： 在获悉格雷厄姆教授是政府雇员保险公司的董事之后，巴菲特前往政府雇员保险公司总部，凭着自己的执着，他从该公司未来的总裁那里学到了关于保险行业的重要一课。

1951年： 在获得哥伦比亚大学硕士学位后，巴菲特申请到格雷厄姆的投资公司工作。但格雷厄姆却认为当时不是进入该行业的合适时机，拒绝了他的请求。于是巴菲特回到奥马哈在他父亲的公司里工作。在此期间，巴菲特收购了一家德古士加油站，但这一投资以失败告终。他还参加了戴尔·卡耐基的演讲课程培训，晚上在内布拉斯加州大学教授投资学课程。

1952年： 巴菲特和一位当地大学教授的女儿苏珊·汤普森结婚。苏珊是巴菲特姐姐在西北大学时的室友。

1954年： 巴菲特一直和格雷厄姆保持密切联系。格雷厄姆的想法发生了改变，终于同意让巴菲特到自己的公司工作。于是巴菲特带着妻子苏珊和孩子举家迁往纽约。

1956年： 格雷厄姆退休了，结束了格雷厄姆-纽曼合伙公司。到那时为止，巴菲特已经积累了14万美元。他回到奥马哈，用自己的100美元以及从家族和朋友中筹集到的105000美元成立了自己的合伙公司。格雷厄姆把许多自己以前的顾客介绍给巴菲特。

1959年： 有人介绍巴菲特认识了一位土生土长的奥马哈人——芒格。他和芒格很快便成为合作伙伴，查理后来成为伯克希尔-哈撒韦公司的副主席。

1962年： 巴菲特合伙股份公司开始买进伯克希尔-哈撒韦公司的股票。当时伯克希尔-哈撒韦公司已经成为一家大型纺织品制造商，但整个纺织行业在走下坡路。伯克希尔-哈撒韦公司的股价大约为8美元/股，远远低于它的净值。

1965年： 巴菲特控股了伯克希尔-哈撒韦公司，任命肯·蔡斯（Ken Chase）为公司新的总裁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1967年： 伯克希尔-哈撒韦公司首次，也是唯一一次支付股息：10美分/股。

1969年： 虽然1968年是他的合伙公司最成功的一年，巴菲特却说他再也无法找到合适的投资对象。他关闭了合伙公司，清算了公司资产。在所有资产中，他自己仅留下了伯克希尔-哈撒韦公司的股票。之后不久，他开始着手把伯克希尔-哈撒韦公司改造为一家控股公司。

1970年： 巴菲特写了致股东的第一封信。

1970年： 巴菲特和凯瑟琳·格雷厄姆联系，告诉她他打算大举收购《华盛顿邮报》的股票，但他绝不是一个掠夺式的投机者。他们之间的深厚友谊由此开始。

1977年： 苏珊·巴菲特搬到旧金山独自生活。但这对夫妇并没有离婚，还经常一起旅行、参加家庭聚会。苏珊还一直在伯克希尔-哈撒韦公司董事会任职，直至去世。

1979年： 巴菲特的净资产达到6.2亿美元，首次进入《福布斯》400富豪榜。他开始投资ABC公司，这是一家电视公司，如今已经成为迪士尼的子公司。

1988年： 巴菲特开始买进可口可乐公司的股票，这些股票后来成为伯克希尔-哈撒韦公司核心资产的一部分。

1992年： 巴菲特这一年的大部分时间都待在华盛顿担任所罗门兄弟公司的主席。他接手了这个谁也不愿接手的“烫手山芋”，处理与该公司非法政府债券交易有关的各项事宜，最终挽救了所罗门兄弟公司。

1993年： 巴菲特在《福布斯》富豪排行榜跃至第一位，比尔·盖茨屈居第二。

1995年： 伯克希尔-哈撒韦公司冲销了对于全美航空高达2.585亿美元的投资。

1996年： 巴菲特决定发行伯克希尔-哈撒韦公司B股，以此打击那些机会主义者，机会主义者通过建立共同基金，为那些没有能力支付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

38000美元甚至更高价格来买进一股伯克希尔-哈撒韦公司股票的投资者提供投资便利。此外，伯克希尔-哈撒韦公司还建立了网站www.berkshirehathaway.com 。

1998年： 巴菲特收购了1.297亿盎司的白银，相当于世界已开采总量的30%。他以4.32美元/盎司的价格买进绝大多数白银期货合约，这一价格是650年以来的最低价。到2007年为止，白银的价格增加了3倍。同年，伯克希尔-哈撒韦公司收购了大型再保险公司——通用再保险公司。

2000年： 投资者热烈追捧高科技公司以及互联网公司的股票，他们嘲弄伯克希尔-哈撒韦公司为“低科技”股票，这一被誉为“巨大的泡沫”的市场过热，于当年3月10日结束。

2001年： 伯克希尔-哈撒韦公司的保险部门由于对“9·11”世贸中心遭到恐怖袭击进行赔付，一共损失了22亿美元。

2004年： 在接受了口腔癌症的治疗之后，苏珊·巴菲特因中风去世，留下了价值26亿美元的遗产，其中主要是伯克希尔-哈撒韦公司的股票。

2005年： 伯克希尔-哈撒韦公司的保险部门由于卡特里娜飓风、丽塔飓风和威尔玛飓风造成高达25亿美元损失。

2006年： 巴菲特把大部分财富捐给了慈善事业，其中85%捐给了比尔和梅琳达·盖茨基金会，其余的一些捐给了以他三个孩子名义分别成立的基金会，这些捐款将在20年内逐渐兑现，这是美国历史上规模最大的捐赠。与此同时，伯克希尔-哈撒韦公司一年之内净资产增加169亿美元，若不考虑并购因素，这刷新了美国公司年均增长的记录。这一年，在生日的那天，巴菲特终于和他长期的伴侣——阿斯特丽德·门克斯成婚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

注释

绪论

1. "The New Establishment 50," *Vanity Fair*, October 1995, p. 280.
2. Ibid.
3. "In from the Cold," *The Economist*, May 23, 1992, p. 86.
4. Bill Gates, "What I Learned from Warren Buffett," *Harvard Business Review*, January/February 1996.
5. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.

第1章

1. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16. (Modified later by Buffett letter to author.)
2. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.
3. L. J. Davis, "Buffet Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
4. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.
5. Robert McMorris, "Unparsimonious Billionaire Puzzled by Warren Buffett," *Omaha World-Herald*, December 3, 1987, p. B1.
6. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.
7. William D. Orr and Pamela Holloway-Eiche, *First Gentleman's Cookbook* (Lincoln, NE: William D. Orr, 1987), p. 178.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

8. Ann Hughey, "Omaha's Plain Dealer," *Newsweek*, April 1, 1985, p. 56.
9. *Forbes 400*, October 24, 1988, p. 155.
10. *New York Times*, May 20, 1990, as reported in Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Waren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 568.
11. Robert Dorr, "Investor Warren Buffett Views Making Money as 'Big Game,'" *Omaha World-Herald*, March 3, 1985, p. 1.
12. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 81.
13. David C. Churbuck, "Games Grown-ups Play," *Forbes*, December 19, 1994, p. 308.
14. Bill Gates, *The Road Ahead* (New York: Viking Press, 1995), pp. 207–208.
15. Video prepared for and played at the Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
16. "Billionaires," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 112.
17. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
18. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
19. Warren Buffett, 1986 Capital Cities/ABC management conference.
20. Warren Buffett, "Oil Discovered in Hell," *Investment Decisions*, May 1985, p. 22.
21. Alan Gersten, "Buffett Faces Shareholders," *Omaha World-Herald*, May 21, 1986, p. 27.
22. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
23. Sue Baggarly interview with Warren Buffett, WOWT-TV, Channel 6, Omaha, October 14, 1993.
24. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
25. Warren Buffett, Berkshire Hathaway annual meeting, 2000.
26. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
27. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
28. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
29. Warren Buffett speech at Emory Business College, November 1989, as reported in Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994).
30. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

31. *Forbes 400*, October 28, 1985, p. 118.
32. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.
33. Patricia Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
34. "The Oracle of Omaha Visits SBPM," *GW Business News*, 2003, www.gwu.edu/business.
35. Warren Buffett, Shaw Industries Convention, March 30, 2001.
36. John Rothchild, "How Smart Is Warren Buffett?" *Time*, April 3, 1995, p. 54.
37. Joshua Kennon, "Warren Buffett Timeline," *Investing for Beginners*, About.com.
38. Robert Dorr, "Buffetts Have Become 1st Billionaires in State," *Omaha World-Herald*, July 28, 1985, p. 1.
39. Alan Gersten, "Buffett Ranks 8th as 'Biggest Stakeholder,'" *Omaha World-Herald*, July 16, 1986, p. 29.
40. "Billionaires," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 112.
41. Art Buchwald, "The Burden of Being Second Best," *Los Angeles Times*, July 20, 1995, p. E4.
42. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 111.
43. Mark M. Colodny, "Warren Buffett's Tuffest Critic," *Fortune*, June 3, 1991, p. 211.
44. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 237.
45. Kilpatrick, *Of Permanent Value*, p. 386.
46. Kathy McCormack, "Buffett's Crisis Control: Lay It Out as You See It," *San Diego Union*, September 3, 1992. (Modified later by Buffett letter to author.)
47. Liz Smith, "Lifestyles' Catches Elusive Billionaire," *New Jersey Star Ledger*, November 4, 1992.
48. "Warren Buffett Talks Business," PBS TV program produced by the University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
49. Ibid.
50. Warren Buffett, Berkshire Hathaway annual meeting, 2002.
51. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 46.
52. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

53. John Train, *The Money Masters* (New York: Harper & Row, 1980), p. 5.
54. Brett Duval Fromson, "Are These the New Warren Buffetts?" *Fortune, 1990 Investor's Guide*, p. 98.
55. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.
56. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
57. Beth Botts, et al., "The Corn-fed Capitalist," *Regardie's*, February 1986.
58. Interview with author, May 25, 1993.
59. Interview with Sue Baggarly, WOWT-TV, Omaha, October 14, 1993.
60. Berkshire Hathaway annual meeting, 1994.
61. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy Sage Masks Tough, Polished Man," *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.
62. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 65.
63. "Investor Buffett's Speculations Reap Artistic Returns," *Omaha World-Herald*, May 30, 1985, p. 1.
64. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
65. Linda Grant, "The $4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991, p. 36.
66. From a video made for and shown at the Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
67. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 72.
68. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
69. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 112.
70. Robert McMorris, "Leila Buffett Basks in Value of Son's Life, Not Fortune," *Omaha World-Herald*, May 16, 1987, p. 17.
71. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
72. Bill Kaufman, "Meet Warren Buffett's Daddy," *The American Enterprise*, July/August 2003, p. 48.
73. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
74. Robynn Tysver, "Warren Buffett Hits Campaign Trail," *San Diego*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Union-Tribune, October 16, 1994, p. I-1.
75. *Chicago Tribune*, November 20, 2003, p. 1.
76. "The Money Men: How Omaha Beats Wall Street," *Forbes*, November 1, 1969, p. 82.
77. Warren Buffett, "What We Can Learn from Phil Fisher," *Forbes*, October 19, 1987, p. 40.
78. Alan Deutschman, "Bill Gates' Next Challenge," *Fortune*, December 28, 1992, p. 31.
79. Ibid.
80. Interview with author, Omaha, May 25, 1993.
81. SEC File No. HO-784, Blue Chip Stamps, et al./Warren Buffett, letter to Charles N. Huggins, December 13, 1972.
82. CNBC interview prior to Berkshire Hathaway annual meeting, 1999.
83. From a video prepared for and shown at the Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
84. Warren Buffett, "The 3 Percent Solution," *Washington Post*, September 14, 1993, p. A21.
85. *Forbes 400*, October 19, 1992, p. 93.
86. Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
87. John Huey, "The World's Best Brand," *Fortune*, May 31, 1993, p. 44.
88. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
89. Berkshire Hathaway annual meeting, 1987.
90. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
91. Robert Dorr, "Furniture Mart Handshake Deal," *Omaha World-Herald*, September 15, 1993, p. E1.
92. Beth Botts, et al., "The Corn-fed Capitalist," *Regardie's*, February 1986, p. 53.
93. Ibid., p. 45.
94. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
95. Bernice Kanner, "Aw Shucks, It's Warren Buffett," *New York Magazine*, April 22, 1985, p. 52.
96. Michael Kelly, "Mrs. B. Cruises into Year 100," *Omaha World-Herald*, December 17, 1992, p. 17SF.
97. Linda Grant, "The $4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991.
98. Bernice Kanner, "Aw Shucks, It's Warren Buffett," *New York*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Magazine, April 22, 1985, p. 52.

99. John R. Hayes, "The Oversight Was Understandable," *Forbes*, April 26, 1993.

100. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 429.

第2章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.
2. Ibid.
3. Adam Smith, *Supermoney* (New York: Random House, 1972), p. 198.
4. "Ah-nold teams up with Buffett," CNNMoney.com, August 13, 2003.
5. "The Oracle of Omaha visits SBPM," *GWBusiness News*, www.gwu.edu/business.
6. Carolyn Said, "Actor gets expert help on finance: Warren Buffett, 'Sage of Omaha,' is world's second-richest man, crackerjack investor," *San Francisco Chronicle*, August 14, 2003, www.sfgate.com.
7. Office of the Govenor, Arnold Schwarzenegger web site, "Workers' Compensation Reform," http://gov.ca.gov.
8. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
9. Robert Dorr, "Ex-Omahan Traded Law for Board Room," *Omaha World-Herald*, August 31, 1977, p. B1.
10. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
11. Robert Lenzner and David S. Fondiller, "The Not-So-Silent Partner," *Forbes*, January 22, 1996, p. 78.
12. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
13. John Train, *The Midas Touch* (New York: Harper & Row, 1987), p. 70.
14. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p.489.
15. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400* October 18, 1993.
16. Robert Lenzner and David S. Fondiller, "Meet Charlie Munger," *Forbes*, January 22, 1996, p. 78.
17. Brett Duval Fromson, "And Now, a Look at the Old One," *Fortune, 1990 Investor's Guide*, p. 98.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

18. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
19. Robert Dorr, "Buffett's Right-hand Man," *Omaha World-Herald*, August 10, 1986, p. 1.
20. Robert Lenzner and David S. Fondiller, "Meet Charlie Munger," *Forbes*, January 22, 1996, p. 78.
21. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
22. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996. (Modified later by Buffett letter to author.)
23. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 75.
24. Robert Dorr, "Ex-Omahan Traded Law for Board Room," *Omaha World-Herald*, August 3, 1977, p. B1.
25. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.

第3章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy Sage Masks Tough, Polished Man," *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.
2. Kim Winston, "Most Inspiring Person of the Year 2006—Warren Buffett," Beliefnet, www.beliefnet.com.
3. Robynn Tysver, "Warren Buffett Hits Campaign Trail," *San Diego Union-Tribune*, October 16, 1994, p. I-1.
4. "Exclusive: Buffett Kids React to Dad's Donation," *Good Morning America*, ABC News, June 29, 2006.
5. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
6. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
7. "Exclusive: Buffett Kids React to Dad's Donation," *Good Morning America*, ABC News, June 29, 2006.
8. Michael Kelly, "Susie Funny Like Her Dad," *Omaha World-Herald*, May 26, 1996, p. B1.
9. Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
10. *Outstanding Investor Digest*, March 6, 1989, p. 4.
11. Carol J. Loomis, "A Conversation with Warren Buffett," *Fortune*,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

June 25, 2006.

12. Jeff Bailey, "Buffett Children Emerge as a Force in Charity," *New York Times*, July 2, 2006.
13. Adam smith, "The Modest Billionaire," *Esquire*, October 1988, p. 103.
14. Michael Kelly, "Susie Funny Like Her Dad," *Omaha World-Herald*, May 26, 1996, p. B1.
15. Robert Dorr, "Investor Warren Buffett Views Making Money as Big Game,'" *Omaha World-Herald*, March 24, 1985, p. 1.
16. Linda Grant, "The $4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times*, Sunday, April 7, 1991, p. 36.
17. Letter to Susan A. Buffett from Warren E. Buffett, June 26, 2006, posted in various places on the Internet.
18. Pat Milton, "Buffett Gift to Help Improve Education," Associated Press, June 2006.
19. Cliff Kincaid, "The Media Adore Warren Buffett," Accuracy in Media, 2006, www.aim.org.media_monitor.
20. Jonathan McClellan and Robert Huberty, "Warren Buffett's Philanthropy," *Foundation Watch*, Capital Research Center, October 2006, p. 1.
21. "An-nold teams up with Buffett," CNNMoney.com, August 13, 2003.
22. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy Sage Masks Tough, Polished Man." *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.
23. *Outstanding Investor Digest*, March 6, 1989, p. 8.
24. *Outstanding Investor Digest*, June 23, 1989, p. 16.
25. John Train, *The New Money Masters* (New York: Harper & Row, 1989), p. 55.
26. Bill Gates, *The Road Ahead* (New York: Viking Press, 1995), pp. 240–241.
27. John Train, *The Midas Touch* (New York: Harper & Row, 1987), p. 2.
28. David Elsner, "It Works: Buying $1 for 40 cents," *Chicago Tribune*, December 8, 1985, p. 1.
29. Bernice Kanner, "Aw Shucks, It's Warren Buffett," *New York Magazine*, April 22, 1983, p. 52.
30. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
31. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy Sage Masks Tough, Polished Man," *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

32. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 40.
33. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy Sage Masks Tough, Polished Man," *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.
34. Ibid.
35. Robert Dorr, "Investor Warren Buffett Views Making Money as 'Big Game,'" *Omaha World-Herald*, March 24, 1985, p. 1.
36. Al Pagel, "Susie Sings for More than Her Supper," *Omaha World-Herald*, April 17, 1977.
37. Ibid.
38. Ibid.
39. Ibid.
40. Matt Schudel, "Susan T. Buffett, 72, Dies: Wife of Billionaire Investor," *Washington Post*, July 30, 2004, p. B6.
41. Beth Botts et al., "The Corn-fed Capitalist," *Regardie's*, February 1986, p. 45.
42. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy Sage Masks Tough, Polished Man," *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.
43. Jonathon McClellan and Robert Huberty, "Warren Buffett's Philanthropy," *Foundation Watch*, Capital Research Center, October 2006, p. 4.
44. Warren Buffett letter to the board of directors, Susan Thompson Buffett Foundation, June 26, 2006.
45. Robert McMorris, "Unparsimonius Billionaire Puzzled by Warren Buffett," *Omaha World-Herald*, December 3, 1987. (Modified later by Buffett letter to author.)
46. Robert McMorris, "Leila Buffett Basks in Value of Son's Life, Not Fortune," *Omaha World-Herald*, May 16, 1987, p. 17.
47. Sue Baggarly interview, WOWT-TV Omaha, October 14, 1993.
48. Robert McMorris, "Leila Buffett Basks in Value of Son's Life, Not Fortune," *Omaha World-Herald*, May 16, 1987, p. 17.
49. Ibid.
50. Ibid.
51. Linda Sandler, "Buffett's Savior Role Lands Him Deals Others Can't Get," *Wall Street Journal*, August 14, 1989, p. C1.
52. Robert McMorris, "Unparsimonious Billionaire Puzzled by Warren Buffett," *Omaha World-Herald*, December 3, 1987.
53. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Sage Masks Tough, Polished Man," *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.

54. Michael Lewis, "The Temptation of St. Warren," *The New Republic*, February 17, 1992, p. 23.

第4章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. Warren Buffett interview with author, Omaha, May 25, 1993.
2. Speech given by Warren Buffett at Columbia Graduate School of Business, October 27, 1993.
3. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.
4. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 20.
5. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
6. Robynn Tysver, "Warren Buffett Hits Campaign Trail," *San Diego Union-Tribune*, October 16, 1994, p. I-1.
7. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
8. Robert Dorr, "Investor Warren Buffett Views Making Money as 'Big Game,'" *Omaha World-Herald*, March 24, 1985.
9. "Eye," *Women's Wear Daily*, October 10, 1985, p. 10.
10. *Forbes 400*, October 22, 1990, p. 122.
11. Jonathan Liang, "Investor Who Piled Up $100 Million in the '60s Piles Up Firms Today," *Wall Street Journal*, March 31, 1977, p. 27.
12. Berkshire Hathaway annual meeting, 1988.
13. Linda Grant, "The $4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991, p. 34.
14. "How Omaha Beats Wall Street," *Forbes*, November 1, 1969, p. 82. (Modified later by Buffett letter to author.)
15. Bernice Kanner, "Aw Shucks, It's Warren Buffett," *New York Magazine*, April 22, 1985, p. 52.
16. John Train, *The Midas Touch* (New York: Harper & Row, 1987), p. 5.
17. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
18. "Expert on Investing Plans to Slow Down," *Omaha World-Herald*, February 25, 1968, p. 1. (Modified later by Buffett letter to author.)
19. Adam Smith, *Supermoney* (New York: Random House, 1972), p. 182.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20. David A. Vise and Steve Coll, "Buffett-watchers Follow Lead of Omaha's Long-term Stock Investor," *Washington Post*, October 2, 1987, p. D1.
21. "How to Live with a Billion," *Fortune*, September 11, 1989, p. 50.
22. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
23. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
24. Ibid., p. 24.
25. "ABC Affiliates Hear Network's Fall Strategy," *Broadcasting*, June 9, 1986, p. 22.
26. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
27. Larry van Dyne, "The Bottom Line on Katharine Graham," *The Washingtonian*, December 1985, p. 204.
28. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
29. Ibid., p. 24.
30. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
31. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
32. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 2004), p. 367.
33. Ibid., p. 102.
34. Ann Hughey, "Omaha's Plain Dealer," *Newsweek*, April 1, 1985, p. 56.
35. Jim Rasmussen, "Brother, Can You Spare a Million?" *Omaha World-Herald*, October 10, 1993, p. 1A.
36. Associated Press, "Warren Buffett, Used Car Salesman?" February 13, 2007.
37. Berkshire Hathaway annual meeting, 1989.
38. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 286.
39. *Forbes 400*, October 19, 1992, p. 93.
40. Robert Dorr, "Buffett Plans to Shut Down Finance Firm," *Omaha World-Herald*, June 2, 1969.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第5章

1. “Buffett Report Makes *Times* List,” *Omaha World-Herald*, April

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

22, 1985, p. B1.

2. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
3. Ibid.
4. Gordon Matthews, "Wells' Stock Continues to Climb on Speculation Buffett Is Buying," *American Banker*, November 10, 1992, p. 16.
5. "Omahan Mum on His Ideas for Grinnell's Investments," *Omaha World-Herald*, July 18, 1980.
6. Salomon Inc.: A report by the chairman on the company's standing and outlook, *New York Times*, October 29, 1991.
7. Ibid.
8. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
9. Ibid.
10. Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
11. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
12. Alan Gersten, "Buffett Faces Shareholders," *Omaha World-Herald*, May 21, 1986, p. 27.
13. Berkshire Hathaway annual meeting, 1994.
14. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
15. Robert Dorr, "Early Faith Made Many 'Buffett Millionaires,'" *Omaha World-Herald*, May 5, 1986, p. 1.
16. Judith H. Dobrzynski, "Warren's World," *Business Week*, May 10, 1993, p. 30.
17. Salomon Inc.: A report by the chairman on the company's standing and outlook, *New York Times*, October 29, 1991.
18. Patrick J. Reilley, "Closing Down Buffett's Buffet, *Foundation Watch*, Capital Research Center, January 2004, p. 4.
19. "Now Hear This,"*Fortune*, January 10, 1994, p. 20.
20. Salomon Brothers annual meeting, New York, May 1992.
21. Ibid.
22. Jeff Hull, "Insights on Warren Buffett—the Man, the Mogul, the Mentor, Video Ventures Inc., 2003.
23. John Train, *The Money Masters* (New York: Harper & Row, 1980), p. 23.
24. Ibid.
25. *Outstanding Investor Digest*, May 24, 1991.
26. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
27. Warren Buffett, letters to shareholders, Berkshire Hathaway

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

annual report, 2005, p. 79.
28. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
29. Robert G. Hagstrom Jr., *The Warren Buffett Way* (New York: John Wiley & Sons, Inc., 1994), p. v.
30. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
31. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
32. en.thinkexist.com/quotes/alice_schroeder.
33. Warren Buffett, letter to Mr. and Mrs. William H. Gates III, June 26, 2006, widely circulated on the Internet.

第6章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
2. "The Forbes Four Hundred Billionaires," *Forbes 400*, October 27, 1986.
3. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2005, p. 20.
4. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
5. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
6. Berkshire Hathaway annual meeting, 1988.
7. Warren E. Buffett, "How Inflation Swindles the Investor," *Fortune*, May 5, 1977, p. 250.
8. Ibid.
9. "Warren Buffett Is in Stocks Anyway," *Fortune*, May 1977, p. 253.
10. Warren Buffett, "Investing in Equity Markets," quoted in Columbia University Business School, transcript of a seminar held March 13, 1985, p. 23.
11. Robert Dorr, "Investor Warren Buffett Views Making Money as 'Big Game,'" *Omaha World-Herald*, March 24, 1985.
12. Adam Smith, *Supermoney* (New York: Random House, 1972), p. 181.
13. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

14. Warren Buffett correspondence to Benjamin Graham, July 17, 1970.
15. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
16. Ibid.
17. Buffett interview with the author, Omaha, May 25, 1993.
18. Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
19. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
20. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
21. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysis, December 6, 1994.
22. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (New York: Harper & Row, 1973), p. 216.
23. Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis* (New York: McGraw-Hill, 1940), p. 43.
24. Benjamin Graham, “Current Problems in Security Analysis,” transcripts of lectures, September 1946–February 1947, New York Institute of Finance, p. 102.
25. Robert Lenzner, “Warren Buffett’s Idea of Heaven: I don’t have to work with people I don’t Like,” *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
26. Anthony Bianco, “Why Warren Buffett Is Breaking His Own Rules,” *Business Week*, April 15, 1985, p. 134.
27. William Ruane, interview with the author, June 1993.
28. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
29. Ibid.
30. Patricia E. Bauer, “The Convictions of a Long-Distance Investor,” *Channels*, November 1986, p. 22.
31. Warren Buffett interview with the author, Omaha, May 25, 1993.
32. Warren Buffett interview with the author, May 25, 1993, and interview with Charles Brandes, May 1993.
33. Terence P. Pare, “Yes, You Can Beat the Market,” *Fortune*, April 3, 1995, p. 69. (Modified later by Buffett letter to author.)
34. L. J. Davis, “Buffett Takes Stock,” *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
35. Linda Grant, “The $4-Billion Regular Guy,” *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991, p. 36.
36. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
37. Ibid.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

38. Leah Nathans Spiro and David Greising, "Why Amex Wooed Warren Buffett," *Business Week*, August 19, 1991, p. 97.
39. "Look at All Those Beautiful, Scantily Clad Girls Out There!" *Forbes*, November 1, 1974.
40. Anthony Simpson, *The Midas Touch* (New York: Dutton, 1990), p. 79.
41. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2001.
42. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2005, p. 20.
43. "Look at All Those Beautiful, Scantily Clad Girls Out There!" *Forbes*, November 1, 1974.
44. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
45. *Forbes 400*, October 1, 1985, p. 82.
46. Berkshire Hathaway annual meeting, 1994.
47. Ibid.
48. "Face Behind the Figures," *Forbes*, January 4, 1988.
49. Comment by Warren Buffett, Berkshire Hathaway annual meeting, 1992 (as reported in Herb Ross, "How to Buffett against the Perils of Perots," *Westfield Leader*, August 6, 1992).
50. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
51. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
52. Warren Buffett, "You Pay a Very High Price in the Stock Market for a Cheery Consensus," *Forbes*, August 6, 1979, p. 25.
53. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
54. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
55. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2005, p. 75.
56. Linda Grant, "The $4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991, p. 34.
57. *Forbes 400*, September 13, 1982, p. 116.
58. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2003, p. 5.
59. Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

report, 2003, p. 5.
60. Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2003, p. 6.
61. Warren Buffett, letter to partners, January 20, 1966.
62. Jim Rasmussen, "Hometown Deal Pleases Buffett," *Omaha World-Herald*, October 21, 1992, p. 16.
63. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
64. Adam Smith, "The Modest Billionaire," *Esquire*, October 1988, p. 103.
65. Warren Buffett, *Nightly Business Report*, PBS, December 13, 1994.
66. David Elsner, "It Works: Buying $1 for 40 cents," *Chicago Tribune*, December 8, 1985, Section 7, p. 1.
67. Alan Gersten, "Buffett Faces Shareholders," *Omaha World-Herald*, May 21, 1986, p. 27.
68. Ann Hughey, "Omaha's Plain Dealer," *Newsweek*, April 1, 1985, p. 56.
69. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 568.
70. Warren Buffett, "What We Can Learn from Phil Fisher," *Forbes*, October 19, 1987, p. 40.
71. Terence P. Pare, "Yes, You Can Beat the Market," *Fortune*, April 3, 1995.
72. Warren Buffett letter, April 15, 1994. Shared by Walter Schloss.
73. Warren Buffett and Walter Schloss, discussion, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
74. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 62.
75. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
76. Maria Mallory, "Behemoth on a Tear," *Business Week*, October 3, 1994.
77. Warren E. Buffett, "How Inflation Swindles the Equity Investor," *Fortune*, May 5, 1977, p. 250.
78. Robert Lenzner, "The Secrets of Salomon," *Forbes*, November 23, 1992, p. 123.
79. Warren Buffett, "You Pay a Very High Price in the Stock Market for a Cheery Consensus," *Forbes*, August 6, 1979, p. 15.
80. Warren E. Buffett, "The Security I Like Best," *Commercial and Financial Chronicle*, December 6, 1951.
81. Jeff Hull, "Insights on Warren Buffett — the Man, the Mogul, the

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Mentor," Video Ventures, Inc., 2003.
82. Jim Rasmussen, "Buffett Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
83. Rasmussen, p. 17S.
84. Ibid.
85. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 1990.
86. Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2006, p. 8.
87. Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2005, p. 19.
88. Buffett, letter to Rep. John Dingell, D-MI, chairman of the House subcommittee on oversight and investigations, March 1982.
89. Ibid.
90. "Look at All Those Beautiful, Scantily Clad Girls Out There!" *Forbes*, November 1, 1974.
91. Brett Duval Fromson, "Are These the New Warren Buffetts?" *Fortune, 1990 Investor's Guide*, p. 81.
92. Adam Smith, "The Modest Billionaire," *Esquire*, October 1988, p. 103.
93. Warren Buffett, letter to John Dingell, chairman of the House of Representatives Subcommittee on Oversight and Investigations, March 1982.
94. Brett Duval Fromson, "Warm Tip from Warren Buffett: It's Time to Buy Freddie Macs," *Fortune*, December 19, 1988, p. 33.
95. Berkshire Hathaway annual meeting, 1993.
96. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.
97. Robert Lenzner and David S. Fondiller, "Meet Charlie Munger," *Forbes*, January 22, 1996.
98. Warren E. Buffett, "How to Solve Our Trade Mess without Ruining Our Economy," *Washington Post*, May 3, 1987, p. B1.
99. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
100. John C. Coffee Jr., Louis Lowenstein, and Susan Ackerman, eds., *Knights, Raiders, and Targets* (New York: Oxford University Press, 1988), pp. 11–27.
101. Tatiana Pouschine with Carolyn Torcellini, "Will the Real Warren Buffett Please Stand Up," *Forbes*, March 19, 1990, p. 92.
102. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
103. "Warren Buffett's $2-Billion Song and Dance," *Fortune*, March 4,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1996.

104. Gary Strauss, "Buffett's a Buddy to Targeted Firms," *USA Today*, August 9, 1989.

105. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.

106. Linda Grant, "The $4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991.

107. Frequently quoted. The author heard the comment at the 1994 Berkshire Hathaway annual meeting in Omaha.

108. Warren E. Buffett, "How Inflation Swindles the Equity Investor," *Fortune*, May 5, 1977, p. 250.

109. Robert Dorr, "Investor Warren Buffett Views Making Money as 'Big Game,'" *Omaha World-Herald*, March 21, 1985, p. 1.

110. Warren Buffett, "Investing in Equity Markets," quoted in Columbia University Business School, transcript of a seminar held March 13, 1985, p. 19.

111. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.

112. Adam Smith, "The Modest Billionaire," *Esquire*, October 1988, p. 103.

113. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.

114. James Fogarty, "Buffett Questioned in IBM Suit," *Omaha World-Herald*, Jaunary 24, 1980, p. C1.

115. Warren Buffett, "Investing in Equity Markets," quoted in Columbia University Business School, transcript of a seminar held March 13, 1985, p. 23.

116. Linda Grant, "The $4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991, p. 36.

117. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.

118. David A. Vise and Steve Coll, "Buffett-Watchers Follow Lead of Omaha's Long-term Stock Investor," *Washington Post*, October 2, 1987, p. D1.

119. Warren Buffett, "Reforming Casino Society," *Financial World*, January 20, 1987, p. 138, reprinted from *Washington Post*.

120. Michael Lewis, "The Temptation of St. Warren," *The New Republic*, February 17, 1992, p. 22.

121. Robert Lenzner and Davis S. Fondiller, "The Not-So-Silent Partner," *Forbes*, January 22, 1996, p. 78.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

122. "Warren Edward Buffett," *Forbes 400*, October 21, 1991, p. 151.
123. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
124. Robert Dorr, "Buffett Quickly Unloaded First Three Stock Shares," *Omaha World-Herald*, December 5, 1968.
125. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2006, p. 17.
126. Berkshire Hathaway annual meeting, 1988.
127. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
128. Reuters, "Arnold & Buffett's Loaded Elephant Gun," September 24, 2002.
129. Warren Buffett, commentary as to Berkshire's holding in PetroChina Company Limited, www.Berkshirehathaway.com.
130. Ibid.
131. "Look at All Those Beautiful, Scantily Clad Girls Out There!" *Forbes*, November 1, 1974.
132. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
133. Warren Buffett, "Investing in Equity Markets," quoted in Columbia University Business School, transcript of a seminar held March 13, 1985, pp. 28–29.
134. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
135. Associated Press and *New York Times* News Services, "Buffett Buys Out the Rest of GEICO," *San Diego Union-Tribune*, August 26, 1995, p. C1.
136. "The Appeal of a Lousy Business," *Forbes*, March 19, 1990, p. 96.
137. Ibid.
138. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
139. Charlie Munger, Wesco annual meeting, 2002.
140. *Bloomberg News*, October 21, 2002.
141. Berkshire Hathaway annual meeting, 1993.
142. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
143. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 2004), p. 1133.
144. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
145. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

146. "How Omaha Beats Wall Street," *Forbes*, November 1, 1969, p. 82.
147. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
148. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 234.
149. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1996.
150. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
151. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
152. Robert Dorr, "Buffett's Ad Seeks Businesses to Purchase," *Omaha World-Herald*, November 18, 1986, p. C1.
153. "Warren Buffett Triples Profits," *New York Post*, May 14, 1994, p. D1.
154. Warren Buffett, Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
155. Mark Hulbert, "Be a Tiger, Not a Hen," *Forbes*, May 25, 1992, p. 298.
156. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
157. Berkshire Hathaway annual meeting, 1984.
158. 'Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
159. *Wall Street Journal*, September 30, 1987, p. 17.
160. Robert Dorr, "Buffett's Ad Seeks Businesses to Purchase," *Omaha World-Herald*, November 18, 1986.
161. Terence P. Pare, "Yes, You Can Beat the Market," *Fortune*, April 3, 1995.
162. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 132.
163. Advertisement, *Wall Street Journal*, November 17, 1986, p. 16.
164. Berkshire Hathaway annual meeting, 1989.
165. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
166. Berkshire Hathaway annual meeting, 1993.
167. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
168. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
169. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
170. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

171. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
172. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
173. Alan C. Greenberg, *Memos from the Chairman* (New York: Workman Publishing, 1996).
174. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
175. Ibid.
176. "Lights! Camera! Cash Flow!" *Fortune*, September 6, 1993, p. 11.
177. Alan Bersten, "Buffett Faces Shareholders," *Omaha World-Herald*, May 21, 1986, p. 27.
178. Berkshire Hathaway annual meeting, 1994.
179. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
180. Warren Buffett, Harvard University speech, 1998. Cited on en.wikipedia.org.
181. Judith H. Dobrzynski, "Warren's World," *Business Week*, May 10, 1993, p. 30.
182. Robert Dorr, "Buffett Says Firm's Performance 'Is Certain to Decline,'" *Omaha World-Herald*, May 22, 1985, p. C1.
183. Gary Weiss and David Greising, "Proof! Wall Street's Sorcerers Lose Their Magic," *Business Week*, January 27, 1992, p. 74.
184. Claude Bejet, "Coke and Candy," *Forbes*, June 19, 1995, p. 152.
185. "The New Establishment 50," *Vanity Fair*, October 1995, p. 280.
186. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
187. Ibid.
188. Ibid.
189. Ibid.
190. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
191. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
192. "Buffett Wins Berkshire Approval for Cheaper Stock, Urges Patience," *Los Angeles Times*, May 7, 1996, p. D3.
193. Ibid.
194. Ann Kates, "Berkshire Hathaway Joins NYSE," *USA Today*, November 8, 1988.
195. Frank Lalli, "Buffett's New Stock: Looks great . . . but is less filling," *Money*, April 1996, p. 94.
196. Reed Abelson, "Market Place," *New York Times*, May 8, 1996, p. D4.
197. Frank Lalli, "Buffett's New Stock: Looks great . . . but is less

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

filling," *Money*, April, 1996, p. 94.

198. Walter Hamilton, "Investor's Corner," *Investors Business Daily*, February 23, 1996.
199. Ibid.
200. Ibid.
201. Alan Abelson, "Manchurian Capitalist," *Barron's*, April 22, 1996, p. 1.
202. Malcolm Berko, "If Buffett Won't Buy Shares, Why Should You?" *San Diego Business Journal*, July 15, 1996, p. 41.
203. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2006, p. 3.
204. Irving Kahn commentary, New York Society of Security Analysts, December 6, 1996.
205. Warren Buffett, "Oil Discovered in Hell," *Investment Decisions*, May 1985, p. 22.
206. Alan Gersten, "Buffett Tells Shareholders What He Seeks in Firms," *Omaha World-Herald*, May 21, 1986, p. D1.
207. Berkshire Hathaway annual meeting, 1987.
208. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2003, p. 11.
209. Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2005, p. 10.
210. Ibid., p. 11.
211. *Wall Street Journal*, August 2, 2002.
212. *Business Week*, July 5, 1999.
213. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
214. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
215. Ibid.
216. *Time* Online, September 28, 2002.
217. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2006, p. 13.
218. *Time* Online, September 28, 2002.
219. Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
220. Berkshire Hathaway annual meeting, 1994.
221. "Warren Edward Buffett," *Forbes 400*, October 21, 1991, p. 151.
222. *Institutional Investor*, September 1991, as quoted in Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: APKE, 1994), p. 307.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

223. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 310.
224. Linda Grant, "How Buffett Cleaned Up Salomon," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 64.
225. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
226. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
227. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
228. "How Omaha Beats Wall Street," *Forbes*, November 1, 1969, p. 88.
229. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
230. Ibid.
231. Bill Gates, "What I Learned from Warren Buffett," *Harvard Business Review*, January/February 1996, p. 148.
232. Warren Buffett, Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
233. Melissa Turner, *The Atlanta Constitution*, as quoted in Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: APKE, 1994), p. 198.
234. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
235. Bernice Kanner, "Aw Shucks, It's Warren Buffett," *New York Magazine*, April 22, 1985, p. 52.
236. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
237. Sam Thornton, "Warren Buffett, Omahan in Search of Social Challenges," *Lincoln* (Nebraska) *Journal and Star*, March 18, 1973, p. 6F.
238. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
239. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
240. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990.
241. Robert Dorr, "Buffett says Firm's Performance Is 'Certain to Decline,'" *Omaha World-Herald*, May 22, 1984.
242. Robert Dorr, "Buffett Acknowledges Risk Factor in His Purchase of WPPSS Bonds," *Omaha World-Herald*, April 15, 1985.
243. Warren Buffett, NetJets sales evening, Chicago, IL, November 14, 2001, as reported in Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 2004), p. 749.
244. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

245. Charles Munger, Wesco Financial annual meeting, Pasadena, CA, 2002.
246. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
247. Ibid.
248. Ibid.
249. Ibid.
250. John Huey, "The World"s Best Brand," *Fortune*, May 31, 1993, p. 44.
251. "Now Hear This," *Fortune*, April 10, 1989, p. 21.
252. Warren Buffett, "Investing in Equity Markets," quoted in Columbia University Business School, transcript of a seminar held March 13, 1985, pp. 11–12.
253. Bryan Burrough and John Helyar, *Barbarians at the Gate* (New York: Harper & Row, 1990).
254. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
255. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
256. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
257. Ibid.
258. Brett Duval Fromson, "Warm Tip from Warren Buffett: It's Time to Buy Freddie Macs," *Fortune*, December 19, 1988, p. 33.
259. Ibid.
260. *Courier-Express v. Evening News*, testimony of Warren Buffett, pp. 50–52.
261. Ibid.
262. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
263. *Fortune*, April 11, 1991.
264. Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
265. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
266. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
267. Linda Grant, "The $4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 17, 1991, p. 36.
268. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.

269. A paraphrase of Warren Buffett's statement at the Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
270. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
271. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1996.
272. Linda Grant, "The $4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991, p. 36.
273. David A. Vise and Steve Coll, "Buffett-Watchers Follow Lead of Omaha's Long-term Stock Investor," *Washington Post*, October 2, 1987, p. D1.
274. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
275. Alan Gersten, "Buffett Faces Shareholders," *Omaha World-Herald*, May 21, 1986, p. 27.
276. Robert Dorr, "Newspaper Holdings Kind to Omaha Investor Buffett," *Omaha World-Herald*, April 16, 1978, p. 6J.
277. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
278. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994.
279. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.
280. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 568, quoting from *Forbes*, August 6, 1990.
281. Robert McMorris, "Investor Buffett Tells Secret: Follow Will Rogers' Advice," *Omaha World-Herald*, May 31, 1985, p. B1.
282. Warren E. Buffett, "How Inflation Swindles the Equity Investor," *Fortune*, May 5, 1977, p. 250.
283. Warren Buffett, 1988 Capital Cities/ABC management conference.
284. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
285. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995. (Modified later by Buffett letter to author.)
286. "Warren Buffett—The Pragmatist," *Esquire*, June 1988, p. 159.
287. Warren E. Buffett, "Kiewit Legacy as Unusual as His Life," *Omaha World-Herald*, January 20, 1980, p. 1.
288. Walter Isaacson, "In Search of the Real Bill Gates," *Time*, January

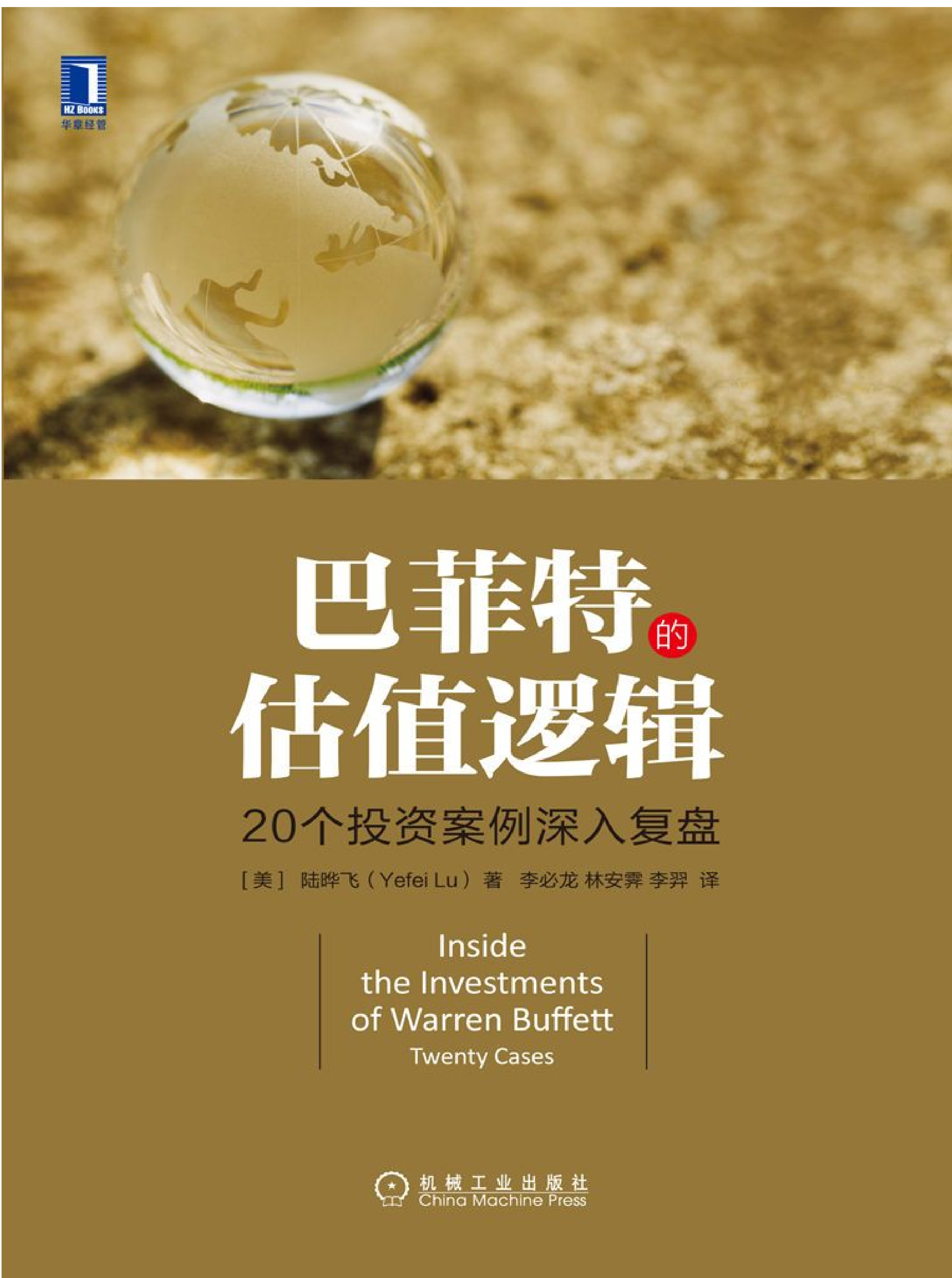
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

13, 1997, p. 57.
289. Berkshire Hathaway annual report, 1994.
290. Warren Buffett, "Reforming Casino Society," *Financial World*, January 20, 1987, p. 139 (reprinted from *Washington Post*).
291. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
292. Warren Buffett, Columbia University speech, September 27, 2000.
293. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2003.
294. Ibid.
295. Buffett, Berkshire Hathaway annual report, 2006, p. 19.
296. Buffett, Berkshire Hathaway annual meeting, 1998.
297. The Buffettblog.buffettspot.com, 2005.
298. Carol J. Loomis, "A Conversation with Warren Buffett," *Fortune*, June 25, 2006.
299. Ibid.
300. "Warren Buffett to Give about $3B to Susan Thompson Buffett Foundation, More than $30B to the Gates Foundation, *Abortion News*, June 28, 2006.
301. Warren Buffett, letter to Mr. and Mrs. William H. Gates III, June 26, 2006. Posted on the Internet.
302. Pat Milton, "Buffett Gift to Help Improve Education," Associated Press, June 2006.
303. Ibid.
304. *Financial Times*, May 17, 1999.
305. Zoe Corbyn, "Too Much of a Good Thing," *Guardian*, May 22, 2007.
306. Ibid.
307. Jonathan McClellan and Robert Huberty, "Warren Buffett's Philanthropy," *Foundation Watch*, Capital Research Center, October 2006, p. 2.
308. Warren Buffett, letters to Buffett children, posted on various Internet sites, June 26, 2006.
309. Carol J. Loomis, "The global force called the Gates Foundation," *Fortune*, June 25, 2006.
310. Dan Harris, "Buffett-Gates Team: Construction of a Charity Empire?" ABC News, June 26, 2006.
311. Marilyn, Chase, "Melinda Gate, Unbound," *Wall Street Journal*, December 11, 2006, p. B1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

312. Susan Okie, M.D., "Global Health—The Gates-Buffett Effect," *New England Journal of Medicine* 355, no. 11 (September 14, 2006), pp. 1084–1088.
313. Carol J. Loomis, "A Conversation with Warren Buffett," *Fortune*, June 25, 2006.
314. Warren Buffett, letter to the board of directors, Susan Thompson Buffett Foundation, June 26, 2006.
315. Warren Buffett, Letter to the author, October 23, 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的估值逻辑：20个投资案例深入复盘

Inside the Investments of Warren Buffett: Twenty Cases

（美）陆晔飞 著

李必龙 林安霁 李羿 译

ISBN：978-7-111-57859-8

本书纸版由机械工业出版社于2017年出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司，北京奥维博世图书发行有限公司）在中华人民共和国境内（不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区）制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方网址：www.hzmedia.com.cn

新浪微博 @华章数媒

微信公众号 华章电子书（微信号：hzebook）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

译者序
致谢
前言
第一部分　合伙制年代（1957～1968年）
第1章　1958：桑伯恩地图公司
第2章　1961：登普斯特农具机械制造公司
第3章　1964：得州国民石油公司
第4章　1964：美国运通
第5章　1965：伯克希尔-哈撒韦
第二部分　中期（1967～1988年）
第6章　1967：国民保险公司
第7章　1972：喜诗糖果公司
第8章　1973：《华盛顿邮报》
第9章　1976：政府雇员保险公司
第10章　1977：《布法罗晚报》
第11章　1983：内布拉斯加家具卖场
第12章　1985：大都会广播公司
第13章　1987：所罗门公司——优先股投资
第14章　1988：可口可乐公司
第三部分　近期（1989～2014年）
第15章　1989：美洲航空集团
第16章　1990：富国银行
第17章　1998：通用再保险公司
第18章　1999：中美能源公司
第19章　2007～2009：北伯灵顿公司
第20章　2011：IBM
第四部分　经验总结
第21章　巴菲特投资策略的演进
第22章　我们能从巴菲特身上学到什么
附录A　巴菲特有限合伙企业的业绩表现（1957～1968年）
附录B　伯克希尔－哈撒韦公司的业绩表现（1965～2014年）
参考文献

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



致我的挚爱娜拉以及我们美丽的女儿陆嘉丽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

译者序

不同于传记类作品，本书是以20个关键投资案例为“珍珠”，把巴菲特传奇般的投资生涯串在一起。对于以显赫投资业绩光耀于世的“圣人”，通过巴菲特在不同时期的经典投资案例来描述其独特的投资方式，不失为一种独特而精到的方式。

对于投资者而言，本书是了解巴菲特投资哲学和投资策略的极佳途径。作者通过对每个投资案例的背景铺垫、对被投企业基本面及其价值评估的分析，把巴菲特的投资哲学和投资策略，具体而细致地予以了例解或阐述——既有定量分析，也有定性解读。

同时，就每个投资案例，作者还从当时一般投资者的角度进行了常规分析，以凸显巴菲特投资哲学和投资策略的过人之处。比如，在他投资的成熟期，巴菲特特别看重被投企业的结构性优势，并把它作为进行大规模投资的必要条件。通常，这是一般投资人易于忽略或很难甄别的投资决策要素。

此外，作者强调了巴菲特筛选投资标的的一个重要特征，即被投企业创造复利的能力。为此，作者给出了衡量企业创造复利能力的一组重要指标：已用有形资金收益率和企业利润的年增长率。这应该是巴菲特几十年的投资生涯能够保持年均复合收益率超过20%的秘诀之一。

总之，本书作者对巴菲特投资生涯演进轨迹的梳理分析，将使读者在较短的时间内，能够品味到价值投资的真谛，获益良多。

本书各章的译者分别为：第1～2章是由李拜所译，第4章为马聪所译，第6～14章为林安霁所译，第15～17章为李羿所译，其余均为李必龙所译，全部译稿均由李必龙校对修改。

在此，特别感谢策划编辑杨熙越和责任编辑黄姗姗，感谢她们为本书的出版所做的努力与付出！

李必龙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2017年6月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

致谢

如果没有众人的支持和贡献，本书不可能面世。对于他们的帮助，我真诚地表示感谢！

首先，我要感谢伦敦商学院的Eddie Ramsden，他是鼓励我把一篇个人研究变为一本思路完整的书籍的第一人。如果不是他敏锐地意识到市场上仍然缺乏此类书籍，我还会认为，市场上有关巴菲特的书籍已经太多了，绝对不会冒险以这种方式写这种题材的书。

我要感谢哥伦比亚大学出版社的Bridget Flannery-McCoy和Stephen Wesley，他们和我一起花费了许多时间，给我相关反馈并编辑我的作品。十分感谢你们的贡献和才干，若没有你们以及整个哥伦比亚大学出版社的帮助，这本书不可能以目前的面貌示人。

十分重要的是，我想感谢德国法兰克福股东价值管理公司目前的同事们，感谢他们每个人所起的关键作用。感谢Frank Fischer和Reiner Sachs，感谢你们领导的这个组织，为我创造了一个极好的环境和自由空间，使我能够持续地增进我对价值投资的理解——否则，我不可能写出这本书。你们以自己的方式诚以待人，能与你们这样充满正能量的人共事，是我的荣幸。我要特别感谢Frank，你花了大量的时间和我分享你在投资和生活中的心得。还要感谢我的同事，Suad Cehajic，Gianluca Ferrari，Ronny Ruchay，Simon Hruby和Cedric Schwalm，感谢你们与我就这个话题进行的频繁的讨论、在百忙之中抽出时间阅读我的手稿并给我详尽的反馈。总之，这个组织及其中的个体教会了我关于价值投资和生活的真谛。

我还要感谢慕尼黑论坛家族理财公司的前同事们，这家组织的所有人（由Dr.Burkhard Wittek挂帅）教授了我很多有关价值投资的知识。还要特别感谢Frank Weippert，Till Campe，Jeremie Couix和Sasha Seiler，他们至今还是我切磋投资问题的极佳对手，而且依然是我在德国价值投资领域的同仁，我以是他们的一员而自豪。

我还要感谢Norman Rentrop和Jens Grosse-Allermann，感谢他们在伯克希尔－哈撒韦年会上，每年主持的德国投资者聚会。我有幸参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

加过几次这种聚会，发现这里具有深广的资源和有益的服务，尤其是针对德国价值投资界。

我还要十分感谢其他几位贵人：RV资本的Rob Vinall，他帮我审阅了本书的几个章节，而且在这些年里，他向我传授了有关价值投资的不少知识，深表感谢；SEB的Frederik Meinertsen，他一直关照我的学术工作，并就本书的几个章节给予了宝贵的反馈；桑伯恩地图公司的Chris Genovese，他负责该公司自成立至2013年的历史档案，在我调研该公司的原始资料时，给予了我很大的帮助；塔尔顿州立大学的T.Lindsay Baker教授，在登普斯特的案例里，他给我的帮助良多；所有的相关各位，包括Ralph Bull和Daniel Teston，他们让我在本书中使用了他们的作品和照片。

最后，我要感谢我挚爱的家庭——娜拉、陆嘉丽、我的父母陆选永和唐骊珠、我的兄弟陆怡德，在我长期的写作中，他们都在默默地支持我，容忍我在家里、沙滩上以及任何地方于电脑上无休止地写作。万分感谢你们的理解、容忍和爱意！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前言

在过往的30年间，巴菲特及其伯克希尔－哈撒韦公司已经家喻户晓了。同样地，对于投资界的人来说，内布拉斯加州的奥马哈再也不是美国中西部一座默默无闻的小镇了。由于巴菲特传奇般的投资业绩，许多小投资者都想像他那样投资，而许多专业投资人则想效仿他的投资策略。但巴菲特最伟大的投资项目到底是哪些？他是在什么背景下做的这些投资？从他的经历中，我们能学到什么呢？

本书的焦点就是通过梳理巴菲特投资生涯的轨迹，揭示出这些问题的答案。具体而言，我整理了巴菲特所做的20个投资案例——我觉得它们是对巴菲特的投资演进轨迹产生重大影响的投资项目。为此，我主要基于下述这组因素挑选了这些投资案例：投资发生时它们的相对规模、不同的投资类型以及我发现有特别信息价值的投资。

在分析这些关键投资案例时，我重点关注巴菲特做投资决策中所采取的具体行为，并设法从一个第三方的角度去理解，他或任何投资者在每个案例中所遵从的逻辑依据是什么。在可能的情况下，我会设法用同一时期研究相关企业投资分析师的角度，来凸显巴菲特独一无二的观点。与传记类的书籍不同，本书主要通过聚焦巴菲特的关键投资案例来阐述巴菲特的故事。相比其他含有相关投资信息的出版物（包括巴菲特自己的年度信函），本书旨在利用原始文档和其他可能的历史信息，进一步拓展知识。我写作本书的总体目标是：就巴菲特所做的那些关键投资项目，给予读者一个现实的分析，希望读者可以借此归纳出自己的见解和结论。

本书的前三个部分按年代顺序撰写。第一部分详述了巴菲特在1957～1968年间所做的5项关键投资。那时，他运营的是一家叫作巴菲特有限合伙企业的组织，也是他在收购伯克希尔－哈撒韦公司之前，所管理的一家私募投资合伙企业。第二部分详述了他在1967～1988年间所投的9个项目，这个时期是伯克希尔－哈撒韦作为巴菲特投资载体的第一个二十多年。最后一部分聚焦于1989年以来的伯克希尔时代。在这三个部分中，每个部分都有一个简介阐述相关的投资项目是如何镶嵌在巴菲特的投资生涯之中的，并描述美国股票市场和巴菲特投资所涉及市场那个时期的背景情况。书中每一章都围绕着一个具体投资项目展开，即把每个项目作为一个研究案例。本书的最后部分旨在反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

思巴菲特作为一个投资者的历史演进过程。它还概括了我的学习所得，即我对巴菲特20个关键投资案例分析的收获，以及有关他投资哲学和投资策略的学习所得。

在我深入分析巴菲特的具体投资案例之前，我想要定义一下在我的分析中所追求的系统方法。在评估一项投资时，我的方法是首先理解相关投资的定性要素和相关背景，然后才是它的估值。就估值来说，我设法寻找的是内生价值，即主要基于公司可持续盈利水平的利润来确定它的价值。通常，这包括基于企业生命周期因素所做的调整。有时，我会针对维持性的资本支出进行比较，就折旧和摊销做一些调整；有时，我就简单地采用过往一年的利润。为了保持一致性和简便，我主要采用基于标准化数据的企业价值/息税前利润，作为利润的估值指标，并把市盈率作为一个二级指标。在其中的几个例子里（即我感觉适当之处），我没有使用基于利润的估值方式（或在利用了利润估值方式之外），而采用了基于资产的估值方式。无论我选择定性评估方式还是估值方式，都不是判断这些公司唯一可接受的方式。我的分析包含了不少的解读成分，当然，有些地方的解读是需要一些其他调整来补充的，但我并没有这样做。总之，这本书的目的是想基于我所能得到的数据，给予所涉公司一个准确的投资分析。总体来说，它们也呈现了我对巴菲特投资决策的最佳理解和解读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一部分　合伙制年代（1957～1968年）

沃伦·巴菲特正式的投资生涯始于1957年，以他的投资合伙制企业的组建为标志。巴菲特曾在哥伦比亚大学商学院学习（有完整的档案记录），本杰明·格雷厄姆是他的导师，在格雷厄姆－纽曼公司作为证券分析师工作两年之后，巴菲特先生组建了巴菲特有限合伙企业，该企业的资金来自朋友、家庭和关系紧密的伙伴。

巴菲特投资生涯晚期的投资思想被广泛地解读和传播，但对他合伙制时期的投资话题却鲜有明确系统的阐述。首先，人们对他那个时期投资的了解，主要是聚焦在一个关注便宜货的买家形象上。在1962年给合伙人的信函里，他阐述道：自己投资哲学的核心就是以便宜的价格购买资产。这种思想就是源于本杰明·格雷厄姆的传统观点，即聚焦相对于内生价值（来自对公司创造现金流能力或公司资产价值的基础性评估）价格较低的投资标的。其次，巴菲特坚信市场的波动特性，即市场要么高估一家公司，要么低估一家公司，但长期而言，市场价格是围绕着企业的内生价值上下波动的。再次，巴菲特先生还关注投资者的心理，即谁在这个市场上投资，这类投资者的想法会有什么影响。有几次，他还提到投资者是否具有稳定心态的概念，并提到几个不同时期的投资狂潮。

在经营合伙制企业的过程中，沃伦·巴菲特对其所持证券是秘而不宣的，对有限合伙人采取的是类似黑匣子的策略。在1963年年底给合伙人信函的附件里，巴菲特说道："我们不能谈我们当期的投资经营情况，那种大嘴的做法对我们经营业绩的改善绝对无益，而且，在某些情况下，还会严重损害我们的利益。基于这个原因，如果有人（包括合伙人）要问我们是否对某个证券感兴趣，那么，我们就不得不求助于宪法第五修正案了！"

在这个时期，巴菲特所做的相当一部分投资，都是基于价值和公司行为。有时，巴菲特合伙制企业会把其净资产的35%投到单一的公司，有时，只要有机会，还会收购这家公司的控股权。

在20世纪50年代末和60年代，巴菲特经营他的合伙制企业之时，美国正在经历一个相对温和的经济繁荣期。这段时间美国的经济并没有像其政治那样动荡不堪。在50年代，道琼斯指数从1950年的近200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

点，爬升到1960年的近600点（200%的增幅）。虽然在这个时期的初期出现过一次小幅的经济衰退，道琼斯指数从1961年年底730多的高点，回落到530多点（27%的跌幅），但及至1965年，道琼斯指数又攀升到900多点（由低点上涨了70%）。在肯尼迪时代，经济继续增长。只是在20世纪60年代末通胀率开始快速爬升时，市场才开始显露出严重担忧的迹象。在1968年，关掉其投资合伙制企业之前，巴菲特发现要想找到他极力寻找的价值投资机会，越来越困难了。事实上，这就是他在业绩表现很好的情况下，要关掉合伙制企业的关键原因。

在本书中，我把第一部分论述的5个投资项目，视为巴菲特合伙制时代最重要的或最有趣的投资项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第1章　1958：桑伯恩地图公司

桑伯恩地图公司（Sanborn Map Company）的发展史非常有意思！在19世纪60年代，安泰保险公司聘请了一位名叫D.A.桑伯恩的测量师来测绘波士顿市的若干地图。安泰公司的目的是利用这些地图，评估调查区域内特定建筑发生火灾的风险。这些绘制的地图非常成功！桑伯恩也因此成立了自己的公司，也就是后来的桑伯恩地图公司（见图1-1）。在19世纪六七十年代，桑伯恩进行了地域性的扩张。在19世纪70年代末期，他已经为超过50座城市绘制了地图。[1] 到20世纪20年代，在美国市场上，桑伯恩地图公司已经成为火灾保险地图领域的领导者。

为了更好地理解桑伯恩地图公司及其产品，很有必要首先了解一下火灾保险行业。火灾保险业务起源于经历过1666年世纪大火的英国。那次可怕的大火摧毁了伦敦市近13000栋房子，造成近20%的伦敦居民流离失所！在18世纪和19世纪，火灾保险行业也在美国逐渐登上了舞台。美国最早的火灾保险业务由一些英国公司经营（它们都拥有皇室特许权），随后一些美国公司也加入其中，主要进行区域化经营。在19世纪末，具有相当规模的火灾保险公司已经出现在波士顿和费城等大城市。这些公司的业务就是承保火险。在确定价格之前，它们必须检查所涉的每个建筑的细节——它们的建筑类型、建筑材料、窗户数目和与结构相关的其他因素（包括周围的环境结构）。因此，这种方法需要有专业测量师进行实地考察。但由于实地考察费时费财，所以，若一家火灾保险公司拥有详尽的地图来合理地评估火灾风险，那么，它就会占有明显的竞争优势。首先，相比于每次只评估一个建筑，如果火灾保险公司一次能够评估一条街区甚至城市中的一个区域，那其效率和效益就不可同日而语了！更重要的是，相较所得的信息每次只为单个保险公司所用，地图有着规模优势：一旦绘制出来，多家保险公司就可以利用这张地图，对同样一组建筑结构进行风险评估。[2] 这类似于现在的地震勘察行业，它测绘出的地图对于石油公司开发海洋石油同样重要。举个例子，TGS-Nopec公司就得益于相似的规模优势：TGS-Nopec对海底区域（像墨西哥湾）进行二维和三维的大面积测绘，然后，它们将这些信息卖给对在该地区有开采兴趣的几大石油公司。在桑伯恩地图公司特定的时代背景下，它们的绘图做法与多元分保的机制相适应：由多家保险公司合作为一个大型工业设施担保，每家公司只需要承担其中的一部分风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

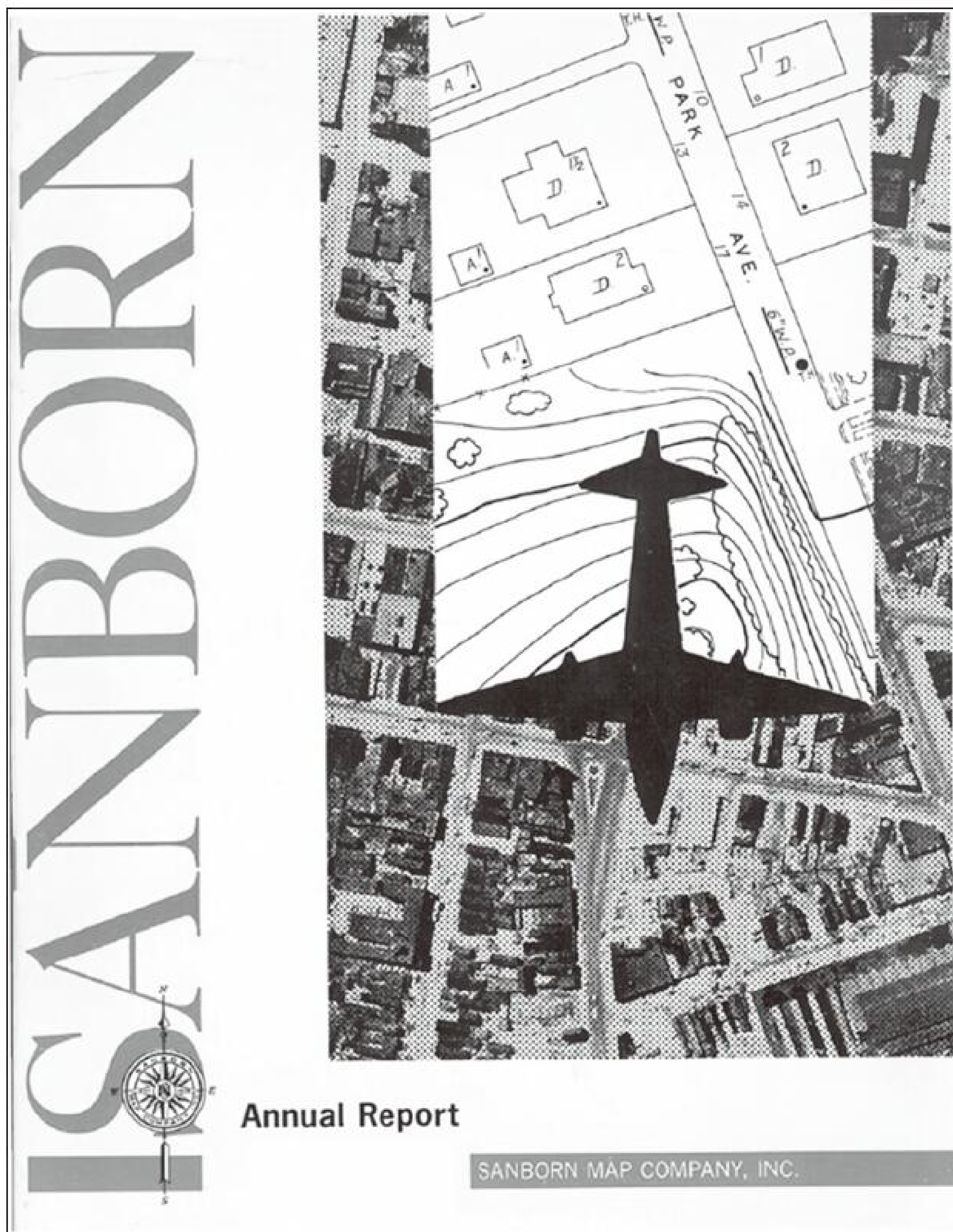


图 1-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

测绘这种详细地图的初始费用非常高昂，但一旦桑伯恩地图公司投入大量资金测绘出一个城市的地图，那么，它在这个地区持续经营所需资金就会少很多。通常来说，持续经营的工作只需少数测量师，在一定区域监控道路和建筑物的变化，并把这种信息发给桑伯恩总部的制图部门，以便增补编辑地图。这意味着，随着时间的推移，桑伯恩的利润率会非常高！但是，如果一个竞争者进入相同的市场，它就必须和桑伯恩分享这个城市的顾客收入——此时，大家从被瓜分的市场所获的收入都不多，无法收回前期地图测绘所投资金。因此，一旦桑伯恩测绘了一个城市的地图，通常就不会有第2个竞争者进入。这里所述的第二点特别适合于行业的整合。

鉴于这个背景，就不难理解像桑伯恩这样一个执行力优秀的公司会如此的成功——该公司将其精力集中在两个方面：培训员工，以测绘精确的高质量地图；从两个方面积极寻求扩张——内生性增长和随后的并购增长。虽然在19世纪末出现了其他几家地图测绘公司，如杰斐逊保险公司、赫克萨摩－劳克尔、佩里斯－布朗（在1889年与桑伯恩公司合并）以及唐金地图公司，但桑伯恩地图公司依旧是20世纪20年代毋庸置疑的赢家。[3]最后一个较大的促进了这次转型的因素是保险公司对标准化的需求。当保险公司普遍倾向于以同一标准培训保险从业者的时候，一个像桑伯恩这样有系统性的测量流程，并且拥有全国规模的公司，就有很大优势。

到1958年，在沃伦·巴菲特投资时，桑伯恩已经在行业中占据了几十年的主宰地位。如果想了解彼时桑伯恩公司原汁原味的产品，你可以找到如图1-2和图1-3所示的、该公司于1867年绘制的波士顿城市地图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

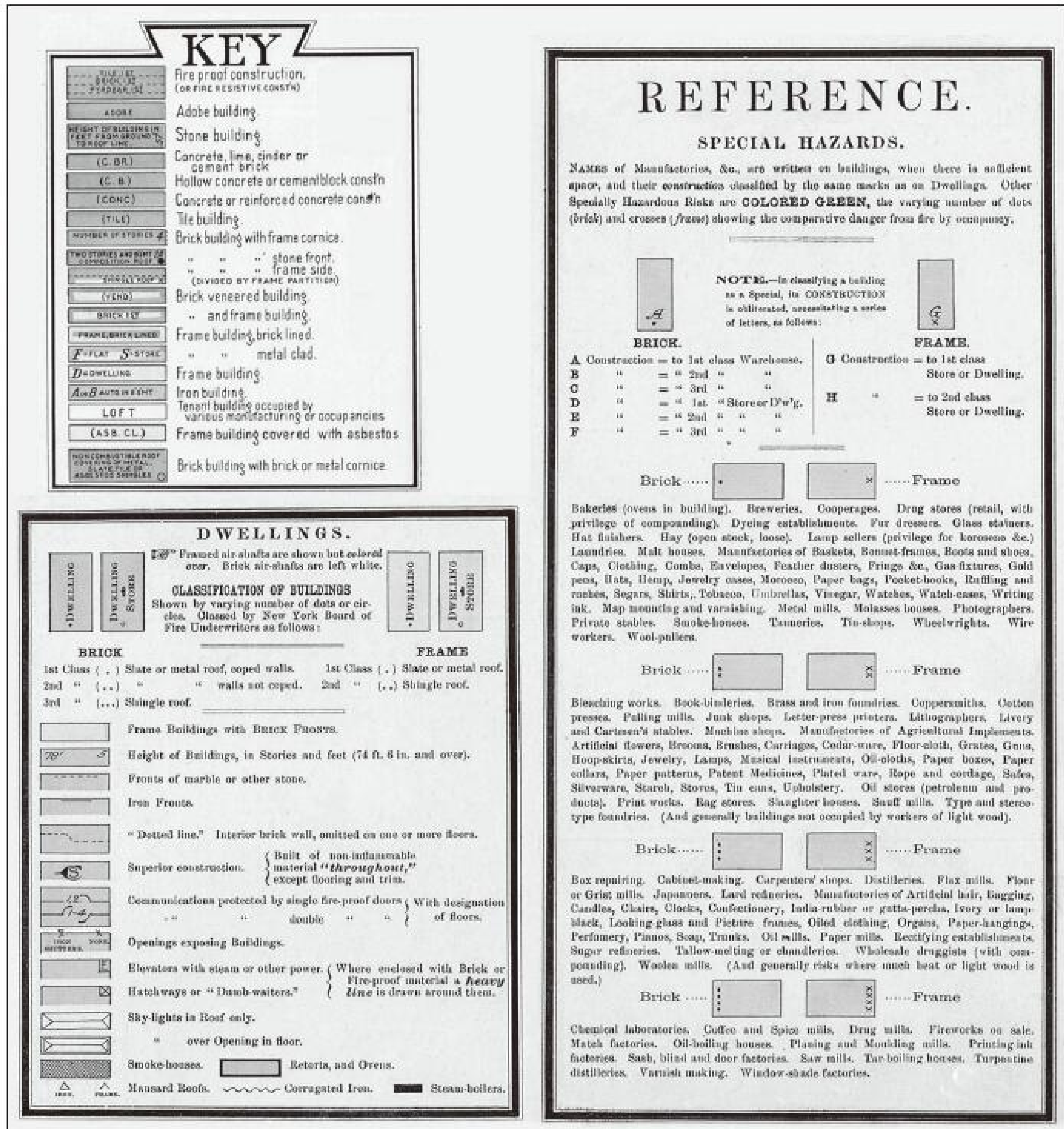


图1-2　桑伯恩绘制的波士顿市关键信息地图（1867年）

出于忠实于协助保险公司评估火灾风险的初衷，桑伯恩地图不仅有城市街道和房屋的细节，甚至还包括下述的信息：街道下面自来水总管道的直径、窗户数量、电梯井、建筑物的施工材料以及工业设施的生产线等。通常，这种卖给客户的产品是重量在50磅[4]左右的大型地图（覆盖了特定城市相关建筑及其附属物的详细的资料）。除最初所得产品销售收入外，桑伯恩还会向客户收取订阅费，以保持地图的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

更新。比如说，奥马哈这样一个中型城市，每年的订阅费大约为100美元。虽然这种详尽地图的适用范围已经扩大到包括公共事业、抵押放款公司以及税务机关，但直至1950年，桑伯恩公司95%的收入依旧来自那核心的30家保险公司。[5]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图1-3　桑伯恩绘制的波士顿市地图（1867年）

资料来源：D.A.Sanborn.Insurance Map of Boston.Map.New York：1867.From Library of Congress，Sanborn Map Collections.

考虑到上述所有的相关情况，桑伯恩在20世纪50年代以前，是一家一流的企业。它为顾客提供了重要的服务；作为回报，它也得到了稳定且盈利的续生收入。不幸的是，在20世纪50年代，新技术的问世导致了桑伯恩地图替代品的出现。此前是基于建筑结构和周围环境，利用地图来衡量保险所涉及的风险，但保险公司现在可以依赖基于财务信息（诸如建筑结构成本）的数学计算方法了。这种系统方法被称为“记分卡”（carding）。此时，对于桑伯恩来说更为不幸的是，这种新方法已经明白无误地被人们所接受了。到1958年，当巴菲特开始投资桑伯恩时，它的利润率已经急剧下滑了很多年。相较于1938年的每股110美元，桑伯恩的股价已经跌至每股45美元左右了（接近60%的跌幅）[6] 巴菲特致巴菲特有限合伙企业合伙人的信，1961 年1 月30日。。根据巴菲特写给合伙企业股东的年度报告，这个股价的滑落过程和道琼斯工业指数从120点左右增长到550点左右（360%的增长）的过程，发生在同一时间段。

在巴菲特投资桑伯恩的那个时候，对于也考虑对该公司进行投资的人来说，他们的相关评估可能也是大致如下：在很长时间里，桑伯恩是一个接近完美的企业：资金的收益率高，而且是行业关键服务的唯一供应商。但在1958年之前的那几年，该企业的产品面临被新技术产品替代的严重问题。这次技术革新，清晰而大幅地侵蚀了桑伯恩在火灾保险业中的核心业务。尽管它有引以为豪的过往，但对于一个刚刚开始关注这个企业的分析师来说，这个企业的基本面就很差，因为它好像正经历着结构性的衰退。看看在1960年原始版的《穆迪行业手册》中，桑伯恩地图公司（在1959年被更名为第一佩勒姆公司）详尽的财务信息（见专栏1-1及表1-1～表1-5），人们从中可以看到，从1950年开始，该公司的毛利和净利就开始逐渐下降。1950～1958年，它的净利每年都下降大约10%。

然而，更为认真的分析会揭示出有点不同的结论，而且，也是巴菲特认同的结论：桑伯恩地图虽然正在经历衰退，但它肯定还不是一个没有任何希望的企业。

专栏1-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

桑伯恩地图公司财务信息节选（选自1960年出版的《穆迪行业手册》）

第一佩勒姆公司

发展史： 1876年2月8日，在纽约注册成立桑伯恩地图出版公司。1899年改名为桑伯恩－佩里斯地图公司。1901年12月更名为桑伯恩地图公司。1959年12月31日改称现在的名称，详见下方“重组”一段的内容。

重组： 在1959年12月15日，股东们核准了公司名称变更，并在12月31日生效——前提是把地图业务转移到被称为“桑伯恩地图公司”的一个全新的纽约公司；公司名称变更为“第一佩勒姆公司”，并且为了扩张权限及公司业务，增补了执照内容。新业务包括买卖其他公司股票、债券及其相关的有价证券。相关的结果是，公司直接参与的部分只是管理其投资资产，包括以经营资产形式收到的新桑伯恩地图公司的315000份普通股。

经营范围： 从1959年12月31日开始，投资各类证券。拥有桑伯恩地图公司的全部股票，还经营着之前的地图业务及财产。

子公司： 桑伯恩地图公司，全资拥有，在美国境内及其某些管辖地的城市和集镇，测绘并出版火灾保险及房地产地图。主要销售给火灾保险公司及其相关方。此外，绘图服务也服务于社区规划、公共事业的标注和市场分析。印刷厂和总部位于纽约的佩勒姆。在芝加哥和旧金山有分支机构，在纽约和亚特兰大有销售处。

管理人员： C.P.赫贝尔，总裁；H.E.奥威亚特，副总裁兼办公室主任；R.E.科尔纳，C.F.多恩，副总裁；C.H.卡尔，助理副总裁；F.H.克雷斯特，财务主管；D.G.多宾斯，助理办公室主任。

董事： D.R.阿克曼，厄思蒙德·尤因，H.H.弗雷格，C.P.赫贝尔，H.W.米勒，H.E.奥威亚特，W.B.利尔顿，J.S.泰伯，W.C.小李奇微，W.L.诺伦，J.A.诺斯，L.A.文森特，P.S.布朗，W.E.巴菲特。

股东人数： 1959年12月31日，1475人

员工人数： 1959年12月31日，350人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

审计师： 查尔德，劳森&里昂纳多

办公地址： 纽约市，佩勒姆，第五大道629

股本存量： 第一佩勒姆公司普通股；补偿25美元

流通股 ——105000股，面值25美元（于1934年10月的面值100美元拆分而来，即针对每股100美元的股份，发行了每股25美元面值的5股）

表1-1 利润表（年度截止日为12月31日） （单位：美元）

	1959	1958
毛利润	665 693	706 168
经营费用	533 573	542 765
经营利润	132 120	163 403
其他收益（净额）	228 013	242 862
总收益	360 133	406 265
联邦所得税	77 608	103 400
净收益	282 526	302 866
留存收益（1月1日）	1 664 749	1 659 351
股息	267 750	283 500
原先年份税收调整（净额）	1 752	信贷 1 465
其他扣除金额	—	5 735
出售证券所得	8	借方 9 698
留存收益（10月31日）	1 681 281	1 664 749

表1-2 利润数据（年度截止日为12月31日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	毛利（美元）	净利（美元）	股票数目	每普通股利润（美元）
1959	665 693	282 526	105 000	2.69
1958	706 168	302 866	105 000	2.88
1957	774 785	372 185	105 000	3.54
1956	800 890	418 980	105 000	3.99
1955	1 151 648	537 078	105 000	5.12
1954	1 196 199	550 998	105 000	5.25
1953	1 170 047	513 223	105 000	4.89
1952	1 152 705	511 873	105 000	4.87
1951	1 216 617	537 742	105 000	5.12
1950	1 344 170	679 935	105 000	6.48

注： 股息 从1934开始一直支付。在1934年，1股拆分为4股的时候，用库藏股支付了额外的1股。

转让代理员及注册人： 米德兰海事信托公司，纽约。

资料来源：Moody’s Manual of Industrial and Miscellaneous Securities（1960），915.

表1-3 资产负债表（截至12月31日） （单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1959	1958
资产：		
现金	425 831	227 852
应收账款	444 430	414 860
存货	830 331	1 068 785
预付款项	4 726	6 404
流动资产总额	1 705 319	1 717 902
固定资产（净额）	154 356	155 540
投资，成本价①	2 601 876	2 592 706
递延支出	6 000	—
资产总计	4 467 547	4 466 148
负债：		
应付工资	8 494	6 908
应付账款	29 610	19 814
联邦所得税	77 608	100 987
其他应计税款	45 555	43 140
流动负债总计	161 267	170 850
递延收益	—	5 550
存量资本（25 美元）	2 625 000	2 625 000
留存收益	1 681 281	1 664 749
总计	4 467 547	4 466 148
流动资产净额	1 544 052	1 547 052
每股有形资产净值	41.01	40.85

①市值：1959年，7349323美元；1958年，6972884美元。

表　1-4　（单位：美元）

1935 ～ 1936 年	5.00	1944 年	4.25	1956 年	4.00
1937 ～ 1939 年	6.00	1945 年	4.00	1957 年	3.50
1940 年	7.00	1946 ～ 1947 年	4.50	1958 年	2.70
1941 年	5.00	1948 ～ 1951 年	5.00	1959 年	2.55
1942 ～ 1943 年	4.00	1952 ～ 1955 年	4.50	1960 年①	0.60

①截至4月16日。

表　1-5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价格幅度	1959	1958	1957	1956	1955
高	65	54 $^1/_4$	54	70	75
低	52	37 $^1/_2$	36	57	64

为客户提供的服务

桑伯恩

为了使我们的股东熟悉公司提供的服务类型，将在以下的段落中简单介绍一些典型的例子。

为位于宾夕法尼亚州的费城海军设施工程司令部和兰开斯特县阿特拉斯的社区避难所提供相关的设计和制作。这标志着结构区域的库存图形正被民防项目所用。

土地利用普查和最终土地利用图——涉及印第安纳弗洛伊德内149平方英里（注：1平方英里=2.589 99×10^6 平方米。）的区域。

纽约再分区后新的选举区地图。

灌木丛的危害调查——位于洛杉矶区域的圣拉斐尔山脉和瓦多戈山脉的未开发地带灌木丛危害调查，需要勘测及列示16000个建筑结构；同时，还有从圣贝纳迪诺延伸到加州的圣巴巴拉125平方英里的区域。迄今为止，有超过30000个建筑结构被勘测和登记。

原始地图——伯利恒钢铁公司位于加利福尼亚州里士满的燃港钢铁厂和皮尔诺制造厂新设施的原始地图，修订地图——位于伯利恒、约翰斯敦和宾夕法尼亚州黎巴嫩的伯利恒钢铁公司地图的修订。

街区住宅统计——位于纽约、芝加哥、达拉斯、沃斯堡、休斯敦及圣安东尼奥这些大都市的，总计为4000000多套住宅单元的统计工作。目的是为了确定雅芳公司产品的经销区域，要把这些相关的统计数据贴在地图的相应位置上。

为纽约市规划委提供了年度土地使用情况的修订服务和家庭户数统计。

为费城规划委在费城提供了土地使用情况的修正服务及土地利用变化的地域计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为一个电视服务项目提供了大约50个地区的缩略草图。

为美国自来水公司，以及位于纽约州、新泽西州、宾夕法尼亚州、肯塔基州的其他自来水公司编制和起草了自来水输送系统图。

把12卷俄勒冈州波特兰市的系列保险地图转换成了黑白格式；在已有的地图页面添加房地产说明以及120张额外地图的勘测。

定制测绘和出版了30张艾奥瓦州苏城的桑伯恩地图；25张密歇根州底特律的桑伯恩地图以及加利福尼亚州的里士满和科罗拉多的其余地图。

在本年度，我们的图解业务还在继续扩张。在教育领域，我们为普林斯顿大学和耶鲁大学新规划提供了图解业务。我们还提升了用于保险及其他相关目的的图解业务的客户数量。

资料来源：Sanborn Maps，Annual Report FY 1966，3.

当下，保险公司的合并和承保流程的革新已经减弱了地图在保险行业中的使用力度。这使我们有必要愈加认真地选择火灾保险地图的修订服务，以适应当今的要求。因此，我们从这个行业所获的收入一直在下降；但在另一方面，来自非保险业的定制测绘和地图服务的需求正在增长，并且，在将来还会一直延续下去。基于我们的研究，我们很难相信，在未来的几年里，保险公司将不会以任何形式继续需要我们的服务了。我们需要积极探索这个方向所有的可能性。

资料来源：Sanborn Maps，Annual Report FY 1966，4.

通过图1-2中的地图和专栏1-1中的财务数据，可以看出虽然在20世纪60年代中期，公司确实受到新技术（计分卡）出现所带来的负面影响，甚至比1958年的影响还大，但桑伯恩这个投资标的还是有些正面的东西。

（a）即使是在那个时期，保险业还会有一部分业务会涉及传统的地图服务；传统的地图测绘业务不会一夜消失，事实上，还存在着对地图修订的服务需求。

（b）桑伯恩地图的测绘服务总会有很多的其他用途，并非都受到计分卡技术影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1960年年底，巴菲特在给股东的年度信中写道，彼时，还有业务价值5亿美元火灾保险金的保险公司仍然在使用火灾保险地图，而且，桑伯恩公司依旧是盈利的——尽管其净利润率已经持续多年下降了很多。当我们重温一下穆迪的文献（见专栏1-1），可以看到，及至1959年，桑伯恩传统业务的经营利润已经跌到了仅比10万美元多一点，但这个数字似乎趋于稳定了。更具体地说，潜在投资者可以看到一个趋于稳定的核心业务，每年可以带来10万美元经营利润和大约20万美元的投资收益。由此看来，这里的关键点好像是：在巴菲特投资期间，桑伯恩地图公司显然还是处在盈利状态。

在分析的第二部分，让我们聚焦于估值。基于每股45美元的市价和10.5万份流通股，桑伯恩地图公司的市价总值是473万美元。就算把始于1960年的可观通胀率考虑在内，这个公司还是个彻头彻尾的小公司。基于写给合伙人信函所提供的数字并参考之前的相关数据（来自经营业务的10万美元的经营利润，和约200万美元的收入）[7] 来看，这只股票估值的计算方法是：按照未调整过的2.4倍的1959年收入和47倍的该年12个月的全年经营利润。对于一家每况愈下的企业来说，仅看它的盈利能力，这个估值看起来肯定不便宜。事实上，若你想要这家股票价格为45美元的公司，适用10倍的市盈率进行估值，那么，它的净利润必须回到1938年的50万美元才行——我认为，对于一只有着结构性风险的股票，这才是一个更合理的估值。若不考虑其他因素，即使是这种估值，一个正常的投资人也不会投一个处在结构性衰退中的企业。由此可见，巴菲特可能是在该公司业务基本面上，嗅到了一些看起来更有吸引力的东西。

在1961年写给合伙人的信中，巴菲特谈到提高公司运营水平的可能性，因为桑伯恩此时在经营上忽视了自己核心的测绘业务。与此同时，他好像还指出了这样一种机会：通过重新包装和使用桑伯恩地图公司收集的那些丰富的有效信息，使其成为一种对客户更有用的改进产品——指出了该公司还有另一种积极的可能性。无论如何，巴菲特的所见肯定不同于这样的分析师：只肤浅地看到桑伯恩公司外表，把它作为一个因计分卡技术的引入而即将消失的企业看待。

但是，在桑伯恩地图公司这个投资案例里最有意思的部分，并不是业务经营。巴菲特先生清楚地看到的（其他人未予以足够重视的），是桑伯恩公司1959年资产负债表中的某项资产。[8] 这份资产负债表显示，桑伯恩公司已经累积起了一个价值为700万美元的股票和债券的证券组合。这已经明显高于整个公司的估值。具体来说，在写给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

合伙人的信中，巴菲特指出这家公司具有咸鱼翻身的潜质。实际上，如果考虑到这家公司所持的投资组合的价值，它的交易价格还是负值。巴菲特进一步指出，在20年前，若不考虑它彼时的投资证券组合价值，这家公司的交易价格大约是18倍的市盈率或是每股90美元的价格。

最后，巴菲特坚信这是一个值得把握的机会。因此，巴菲特在桑伯恩公司上投了大约相当于巴菲特合伙企业35%的净资产额。在巴菲特的论述中，我发现了一个非常有趣的细节：他了解到董事会缺乏战略焦点，而且，他们与经营管理层不合拍。相对于大多数投资分析师，似乎在这个投资案例里，巴菲特通过更为详尽的视角，看清了该公司内那些关键的利益相关方。具体而言，似乎和管理层一样，他也看到了能够改善测绘制图业务的清晰的运营杠杆。但由于董事会拒绝改变，最终管理层面没有继续他们的诉求。

在我进入董事会之前，14名董事中的9名都是来自保险业的知名人士，但他们总共才持有10.5万股中的46股……第10位董事是公司的律师，持10股。第11位董事是一位银行家，也只持有10股，但他认识到了企业的问题，积极地指出这些问题，并随后增加了他的持股量……管理层有能力意识到企业的问题，但他们受限于董事会，处在从属的地位。

他写道：为了获得这个企业价值并释放投资组合的价值，1958～1961年，通过收购桑伯恩公司的多数股权，使自己的股份数量变为控股程度。在1961年，通过成功地将桑伯恩地图公司分拆为两个独立的实体，巴菲特就基本实现了他的投资目的。首先，他采用明确的步骤将基础的地图业务部分从董事会的控制下分离出去，使这项业务的运营改进得以推进。而且，根据分拆协议，若这个实体的经营状况能够成功扭转形势，那么，它还会获得125万美元的股票和债券准备金，作为追加资本。其次，投资组合价值的剩余部分，将用于交换桑伯恩地图公司股票，这涉及桑伯恩地图大约72%的流通股。作为最后一个亮点，这项交易还包含一个聪明的缴税结构，将节省股东大约100万美元的公司资本利得税。

若回头总结这项投资，似乎最终有两个因素起到了关键作用。一个就是体现于证券组合中清晰的资产价值——仅需要一种方式去实现之。此外，不可忽视的是其基本业务，虽然处于结构性衰退之中，但还没有破产或现金流殆尽之虞——就像那种交易价格低于其现金价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的项目所常见的情况。事实上，在这个企业里，巴菲特多半看到了立即改进的可能性以及完成一个惊天逆转的潜质。在这个案例中，巴菲特为此获得了企业控股权地位，使他能够实现这项投资的价值。当然，这自然也和他做交易的能力有关。

桑伯恩地图公司的故事并没有结束于20世纪60年代。事实上，在接下来的几十年中，这家公司作为一个经营实体而继续运营。它设法在传统的火灾保险地图服务的基础上，创造了多条不同的业务线。大多数投资人并不知道，及至2015年，桑伯恩地图竟然依旧屹立不倒。该公司作为一家独立实体一直运作到2011年，才成为英国媒体康采恩DMGT的子公司，此后，在一次管理层收购中，被卖给了该公司的管理层。今天，该公司的主要业务包括地理空间数据可视化技术、三维地图、空中摄影、现场数据采集、与雨水相关的软件服务、森林库存管理以及与野火相关的保险风险评估。[9] 事实上，这其中的很多服务还与桑伯恩公司的地图测绘、数据采集及其分析的传统业务相关。

[1] Sanborn Maps, Annual Report FY 1966, 1 - 2.
[2] Wrigley, Robert L.," The Sanborn Map as a Source of Land Use Information for City Planning," Land Economics, 25, no. 2 (May, 1949): 216 - 219.
[3] http://www.lib.umd.edu/NTL/Sanbornhistory.html.
[4] 1磅=0.453 592 37千克。
[5] Wrigley", The Sanborn Map as a Source of Land Use Information for City Planning."
[6] 巴菲特致巴菲特有限合伙企业合伙人的信，1961年月30 日。
[7] 我的假设是：在其经营业务带来的132120美元的经营利润之上，适用桑伯恩地图公司于1959年27%的税率，得到10万美元的净利润（取整数）。为了仅表现来自经营业务的盈利能力，我把投资收益排除在外了。在1960年致合伙人的信函里，巴菲特引述道，“地图业务的税后利润……在1958年和1959年，都不足10万美元”。
[8] 当你再次查看桑伯恩公司的财务数据（穆迪文献所示）时，潜在投资者应该能够确认这个投资组合的存在，但只有关注细节的投资者才能看清这个信息。事实上，这份资产负债表的相关数字仅仅表现了以成本价260万美元确认的这些投资资产。你需要看下面的注解：这里提到了这些资产的市值是730万美元。
[9] http://www.sanborn.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第2章　1961：登普斯特农具机械制造公司

1878年，查尔斯·登普斯特在内布拉斯加州的比阿特丽斯市，成立了登普斯特农具机械制造公司（Dempster Mill Manufacturing Company）。在南北战争之后，很多人移居到西部，开始了自己新的生活。登普斯特先生认为，当这些人安顿下来之后，他们会对风车、水泵及其他相关机械产生需求。他想要为这些人提供这类所需之物。

一开始，登普斯特公司以零售店的形式成立，货物都是由内布拉斯加州奥马哈市的一个分销商供应。随后，登普斯特认为，如果他的公司能拥有自己的品牌（见图2-1），并能控制产品的质量，就可以带来更好的收益。在1885年后，他开始建立自己的生产设施。在19世纪80年代末和20世纪30年代之间，登普斯特公司成为大平原地区发展风车和农业灌溉系统的先驱之一，它的很多风车（见图2-2）都成为众所周知的农田景观。[1]

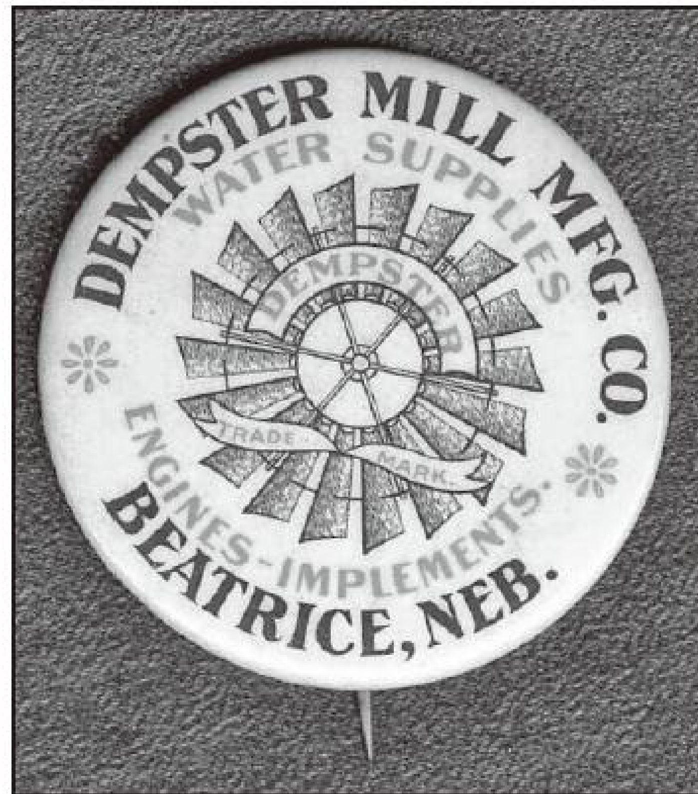


图2-1　登普斯特公司20世纪早期的钉头扣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资料来源：Photograph by Ralph Bull

在那段时间，风车是驱动水泵的主要能量来源，水泵带来的地下水可用于灌溉、喂养牲畜以及作为农场经营的其他基本用水。从这层意义看来，那时的风车及其相伴的水利系统机械是土地开发的组成部分，对任何移民都是一项重要的投资。登普斯特并不是这个行业唯一的一家公司，但是，它的确是少数几个拥有良好声誉的成功企业。除了风车，登普斯特还制造一些与水利系统相关的产品，比如说，水泵及灌溉机械等。



图2-2　登普斯特公司的风车

资料来源：Photo used with permission from Daniel Teston，© 2013.

及至20世纪60年代，风车及其相关配件市场开始了其缓慢下行的过程。相关的背景是，在经济大萧条期间和之后，联邦政府的刺激措施，帮助扩大了电网在美国中西部郊区很多地方的覆盖。这导致了很多由风车驱动的水资源，被电泵取代。电泵的主要优势在于无论什么时候需要水，它们都可以启动运作；在风车驱动水泵的情形之下，农

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场主通常仅有水库的水可用——只是利用风车系统为水库进行增水，但这种增水的速度是不可预知的。因此，电泵更为方便。

在1961年，登普斯特农具机械制造公司的销售额是900万美元。也是在那一年，巴菲特第一次将这个公司写在了给巴菲特合伙制企业（BPL）的年度信中。在1961年的年度信中，巴菲特论述道，在过去5年中，合伙制企业在逐渐买进这家公司的股票。虽然最初是以一般价值投资的思路购买登普斯特的股票，但最后却成为控股股东。在1961年年底，巴菲特合伙制企业已经拥有该公司70%的股份，另外还有10%是通过合作伙伴间接持有。

在讨论该企业的财务情况之前，基于我们现在所知，快速概括一下对登普斯特公司业务品质的理解。虽然在规模上登普斯特公司所在行业此时并没有什么增长，但它也不是一个立即就要消亡的行业。首先，就所有的风车公司来说，还是有新设备及其备件的销售和维修（售后服务）业务。对于任何生意来说，售后都是一个长尾业务；也就是说，在原有设备销售后，还有一个长期的经常性的收入流。而这个收入流保护了这个行业，使其不会过快衰退。此外，在20世纪60年代，登普斯特公司的业务已经扩展到其他领域。除了原有销售风车的核心业务，该公司也销售不同种类的农业设备。这些设备包括播种机（用于种植谷物的机器）以及化肥施用器械（用于将液体肥料注入土地）。虽然这些业务的规模当时相对来说还比较小，但它在20世纪60年代是一个不断增长的业务。[2]

在1961年，登普斯特公司还一直处在平淡无奇之状，但从业务质量的角度来看并不算糟。虽然风车业务（曾经优异的核心业务）仍在下滑，但这种下滑是一个逐渐的过程，因为在安装了原始设备之后，相关的服务和零配件还在不断创收。[3]另外，新产品（有些是在不断增长的细分市场中）也给予公司更多的途径，部分抵消了核心业务下滑的影响。在这里必须指出的是，在风车业务领域，尽管登普斯特公司有良好的品牌形象以及不多的竞争对手，但它在新产品上并未享有同样的优势。在这些市场上，登普斯特公司有很多竞争对手，其中有一些在农业设备行业比登普斯特更为知名。然而，相关证据已经能指出，像登普斯特这种企业，良好的业务执行力，还是能够带来高于资金成本的回报。

在巴菲特给合伙人的信件中，登普斯特公司是为数不多的能看到非常详细财务状况的公司之一。表2-1是登普斯特农具机械制造公司截

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至1961年年底的资产负债表的相关摘要。

表2-1　汇总资产负债表（1961年）　（单位：千美元）

资产	账本数字	估值比例	调整的估值	负债	
现金	166	100%	166	应付票据	1 230
应收账款（净额）	1 040	85%	884	其他负债	1 088
存货	4 203	60%	2 522		
预付费用等	82	25%	21		
流动资产	5 491		3 593	负债总计	2 318
寿险现金价值等	45	100% 拍卖估计净值	45	账面资产净值	4 601
工厂和设备净值	1 383		800	资产净值经过调整后可快速实现的价值	2 120
资产总计	6 919		4 438	每股调整过的价值（60 146份流通股）	35.25

资料来源：Warren Buffett to Buffett Partnership Limited，January 18，1963，6.

巴菲特在这份资产负债表上列示了主要科目。正如大家可以从表2-1中看到的，包括现金、应收账款、存货、预付费用、工厂和设备以及其他科目在内的资产总计是692万美元。在负债方，如果考虑到债务、应付账款及其他债务，那么，这些负债的账面价值是负的232万美元。仅从资产负债表看，该企业的总价值为460万美元，意味着每股76.48美元。

巴菲特这里采用的投资方法，让人联想到本杰明·格雷厄姆在许多投资中所看重的：重资产价值，轻盈利能力。实际上，巴菲特并没有通过企业的账面价值来估值，因为他认为采用资产的账面价值还不够慎重小心，所以，他是通过对所有资产采取大幅折价的方式，对企业的公允价格给出了一个估值：他对应收账款采取了15%的折扣，对存货则采用了40%的折扣。在负债方，巴菲特则保守地接受了100%的账面价值。采用这种方法，巴菲特给予该企业的公允估值是大约每股35美元。

就企业的收益和盈利水平，巴菲特并没有给出具体的数字，但他的确给了我们线索。他指出：“过去10年的经营状况是：销售额停滞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不前、库存周转率低下、没有实际利润（相对已投资金成本而言）。”

当把企业的经营状况描述成“销售额停滞不前”和“没有实际利润”这种负面评价时，它的有些内涵比它表面的意思更重要。也就是说，登普斯特公司并不是一个急剧恶化的企业，也不是一个正在耗尽现金的企业。事实上，登普斯特公司依旧在盈利。就像本章专栏2-1所示，这与1960年《穆迪行业手册》的财务信息是一致的，同时，它还显示该公司在1958年和1959年同样也有正的盈利。接下来，我将要论述为什么这一点很重要。

就他为登普斯特所支付的价格，巴菲特给我们提供了确切的数字。在1962年年末的年度信中，他说道，自己从很多年前就开始购买该公司的股票，有时价格低至每股16美元。在1961年，他从市场外的交易中，以每股30.25美元的价格，购得大多数的股份。就平均而言，他每股支付的价格是28美元。基于这个估值，巴菲特是以每股面值63%的折扣购买的这些股份，而且，相对于他自己保守计算的公允价值，也有一个20%的折扣。这显而易见有一个较大的安全边际。

虽然罕见，但即便是当下，也不是不能找到这类交易价格远远低于账面价值的公司。问题是，公司交易价格低于账面价值并不能确保投资的成功。很多时候由于这种或那种原因，交易价格低于账面价值的那些公司，都是一些资产净值远低于其账面价值的企业。

在这个案例中，有两件事巴菲特很可能看得最为清楚。首先，可能第一眼看上去，登普斯特公司就是一家将死的企业，但事实上，它并不是处在一个快速崩溃的过程中。这家企业一直停滞不前，同时，也没有创造很多利润。但它的衰落很可能是一个渐进的过程，而且，它的现金并没有被蚕食。更有可能的事实是，登普斯特公司的经营有很大的改善空间。

此外，这个公司的大多数资产都可以被出售或转化为现金。具体来说，巴菲特所看重的大部分资产价值并不在工厂、财产和设备上，而是在存货和应收账款里。巴菲特一定知道，这家企业可以在12～24个月实现这些资产的价值。

从这个意义来讲，登普斯特农具机械制造公司事实上是一个经典的交易价格低于资产净值的企业：这里只需加总其流动资产净值，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能冲抵其所有负债，然后，只要拿走该余额的2/3，这个价值依旧能超过其股票的市价总值。[4] 上述内涵非常重要，因为以账面资产很大折扣出售的公司，其账面资产往往都是无法套现的。举个太阳能电池制造商的例子：它的账面上有很多的产能以及很大的重置价值，但是没有人愿意购买这些资产，因为市场根本就没有相关的需求。

除了以一个很好的价格购买一家可以确保没有急剧恶化的公司外，巴菲特还采用了一个非常直接的策略。因为他看到了这样一个机会：提升它的经营水平，并通过把存货转换为现金的方式来实现资产价值，而且，还可以用这笔现金进行投资。为了做到这一点，巴菲特果断地拿下了该公司的控股权。鉴于在1961年年底之前，该公司管理的总资产大约是720万美元，那么，对登普斯特公司的投资代表了巴菲特合伙制企业总资产的20%多（基于他对该企业每股35美元的估值）。同样，这又是一笔大投资！

此外，我们还应该对登普斯特公司的管理层给予更多的关注。当巴菲特初期投资公司的时候，简而言之：管理团队不是很能干。有明显的迹象表明，管理层并没有设法去利用那些最基本的能够改善经营的机会。举一个例子，最初的公司经理并没有为需要更换的零配件和初始设备的零配件之间设置差价。对于一个有零配件供应的公司来说，它的标准价格架构是：为这些零配件设定更高的价格，因为受制的买家别无选择，必须购买兼容组件，因此，它们对价格敏感度较低。这种定价模式提高了利润率。正因如此，当后续的管理团队推出差异化的定价模型时，利润立即在没有影响销量的情况下大增！

虽然巴菲特认识到原来管理团队的缺点，但他仍然尝试着与他们合作，以便提升资金利用和业务运营的效率。不过，在屡试屡败之后，巴菲特被迫引进了他自己的管理团队，以哈利·巴特勒为首。在后续几年的年度信中，巴菲特都非常积极地谈到了这位经理人。在巴菲特有关哈利·巴特勒的论述中，似乎反映了他基于3个重要标准对公司进行管理的基本思路。

（a）关键绩效指标（KPI）：哈利·巴特勒受到清晰的关键绩效指标的物质激励，并基于关键财务指标进行企业管理。这些指标包括把高企的库存转化为现金，削减50%的销售管理费以及关闭不盈利的分支机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（b）首先办棘手的事情：哈利是一个敢于采取必要行动的人，其中就包括上述非盈利设施的处置。同时，他还会及时处理或注销失去价值的产品。

（c）勤奋：巴菲特将哈利·巴特勒形容为专注于手头任务的人，并说：“我喜欢和知道如何做正确事情的人打交道。”

1962年和1963年的合伙人信揭示了，按照巴菲特的保守折现法计算，登普斯特的价值是如何从每股35美元，上涨到50美元，之后再涨到65美元。我们可以参看下1962年年度信函中的资产负债表（见表2-2）。

这种价值增长的根本要素是哈利·巴特勒的能力，即他那几乎是以100%的账面价值实现资产价值的能力。就像运作一只现代私募股权基金，巴特勒利用运营资金创造现金流，并借此还清了大多数的债务。此外，这些现金随后还被逐渐用于投资构建了一个证券组合账户——巴菲特在运作投资其合伙制企业的剩余资金时，顺手一起构建的。看起来，这就像巴菲特效仿了他之前投资桑伯恩地图公司的经验：赋予经理人的这种能力以价值，然后，利用这种能力创造的现金流进行投资。在1963年年底，巴菲特有机会通过一次私募交易退出了这个项目，而且，他通过这次投资所实现的总价值相当于每股80美元：一笔相当可观的利润！

有趣的是，在关于巴菲特的传记中，艾丽斯·施罗德披露说：这次经历也使巴菲特知道了自己非常讨厌作为一个积极投资人的角色。尽管从本次投资中获得了可观的收入，但巴菲特也绝对不想从那以后，再重复这种销售资产和解雇员工的工作。[5] 有人说，也就是在这个案例之后，巴菲特就极力设法避免介入企业的具体经营——无论作为一个经理人还是投资人。

表2-2　汇总资产负债表（1962年）　（单位：千美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产	账面数字	估值比例	调整过的估值	负债	
现金	60	100%	60	应付票据	0
有价证券	758	1962 年 12 月 31 日的市值	834	其他负债	346
应收账款（净额）	796	85%	676	负债总计	346
存货	1 634	60%	981		
寿险的现金价值	41	100%	41	资产净值（按账面价值计）	4 077
可抵扣所得税	170	100%	170		
预付费用，等	14	25	4	资产净值（按快速可实现的价值调整的）	3 125
				加：进项款（来自哈利·巴特勒可能行使期权的支付款）	60
流动资产	3 473		2 766	流通股份（60 146）	
其他投资	5	100%	5	加：在外流通的 2 000 份潜在股份，总股份数为 62 146	
工厂和设备净值	945	拍卖价值的预估净值	700	调整过的每股价值	51.26
总计	4 423		3 471		

资料来源：Warren Buffett to Buffett Partnership Limited，January 18，1963，7.

专栏2-1

登普斯特农具机械制造公司

历史： 1886年6月15日注册于内布拉斯加州，始建于1878年。

佛罗伦萨桌椅制造公司（孟菲斯，田纳西州），一家原来的下属公司，于1935年清算。

在1959年5月，收购了哈勃克制造公司。

业务： 公司制造风车、水泵、气缸、水务系统部件、离心泵、钢罐、供水设备、化肥设备、农具等。

财产： 在内布拉斯加州的比阿特丽斯市，工厂占有8英亩土地。位于下述地区的分厂：内布拉斯加州奥马哈市；密苏里州的堪萨斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

城；南达科他州的苏福尔斯市；科罗拉州丹佛市；俄克拉何马州俄克拉何马城；艾奥瓦州得梅因市和得州阿马里洛市和圣安东尼奥市。

下属公司： 登普斯特制品有限公司；哈勃克制造公司。

管理人员： C.B.登普斯特，董事长兼总裁；J.H.汤姆森，执行副总裁兼总经理；E.R.加夫尼，R.E.普克斯，副总裁；C.A.奥尔森，副总裁兼财务主管；A.M.威尔斯，办公室主任。

董事成员： C.B.登普斯特，J.H.汤姆森，E.R.加夫尼，R.E.赫克斯，黑尔·麦考恩，G.S.基尔帕特里克，C.R.梅西，R.C.登普斯特——比阿特丽斯市，内布拉斯加州；C.A.奥尔森，R.M.格林——林肯市，内布拉斯加州；W.E.巴菲特。

年会： 2月份的第一个星期一。

股东人数： 297人——1959年11月30日。

雇员人数： 451人——1959年11月30日。

办公地点： 比阿特丽斯市，内布拉斯加州。

利润表， 年度截止日为11月30日。

利润表（年度截止日为11月30日） （单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1959	1958
净销售额	7 157 738	6 108 556
销售成本①	5 453 331	4 776 200
销售等的相关支出	1 312 631	1 188 003
经营利润	391 776	144 347
其他收益	60 316	49 864
收益总计	452 092	194 211
其他扣除	124 604	115 088
所得税	176 400	36 600
特别费用	5 063	16 724
净利润	**146 025**	**25 799**
原有留存收益	3 108 013	2 600 258
从准备金转入的利润	—	500 000
股息	72 175	18 044
留存收益（11 月 30 日）②	3 181 863	3 108 013
每普通股利润	2.43	0.43
普通股数量	60 146	60 146

①内含95068美元（1958年，95135美元）折旧费。

②还有73850美元尚未确定。

抵押贷款： 这是1959年11月30日的余额为35万美元、利率为6%，并按年度付息的票据，但期限一直到1963年11月30日；这笔贷款是由位于内布拉斯加州比阿特丽斯市的工厂的第一抵押权做担保，而且，还质押了登普斯特制品公司的所有股权和预付给子公司的票据。公司可能不付投资人股息，但不包括1958年11月30日以后的利润、也不包括之后的股票回购行为——这会使留存收益降至3108013美元以下。

资产负债表（截止日为11月30日）　（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1958	1959
资产：		
现金	613 690	399 809
美国政府证券	197 958	—
应收账款（净额）	562 421	657 639
存货[①]	2 595 181	2 336 960
预付账款	69 447	70 809
流动资产总计	4 038 747	3 465 217
土地和建筑等	2 643 494	2 607 944
折旧和摊销	1 551 897	1 458 226
财产净值	1 091 597	1 149 718
投资	243 075	35 076
递延费用	27 293	40 939
商誉等	1	1
总计	5 400 713	4 690 951
负债：		
应付票据	50 000	—
应付账款	187 062	153 281
应计账款	248 414	201 758
所得税款	174 283	18 808
流动负债总计	659 759	373 847
应付票据	350 000	—
普通股	1 202 920	1 202 920
资本盈余	6 171	6 171
盈余公积	3 181 863	3 108 013
总计	5 400 713	4 690 951
流动资产净值	3 378 988	3 091 370
每股有形净资产	73.00	71.78

①预估成本或重置市场价格孰低。

运营资金必须维持在不少于275万美元。在1959年11月30日，73850美元的留存收益没有受到这种限制。

实收资本： 登普斯特农具机械制造公司的普通股：面值20美元：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：美元）

1920年	14.00	1937年	6.25	1950年	12.50
1921～1925年	6.00	1938～1942年	5.00	1951年	11.00
1926～1930年[①]	7.00	1943年	6.25	1952～1955年	6.00
1931年	3.50	1944～1947年[①]	6.00	1956年	1.50
1932～1936年	Nil	1948～1949年	7.50		

①还有股息：1929年，5%；1944年，20%。

已授权股份： 10万股；流通股，60146股；面值20美元（在1956年2月，从每股100美元面值转变为每股20美元面值，对已发行的每100美元面值的股份拆分为5个20美元面值的股份）。

投票权： 一股一票。

股息： （自1919年以来一直在支付）

1956	0.90	1958	0.30
1957	1.20	1959	1.20

就每股面值100美元的股份：

	1959	1958	1957	1956[①]	1955
高	25 ½	18 ½	18 ½	23	115
低	18 ½	14 ½	17	17	106

①每股面值20美元；旧的100美元面值，110-110。

就每股面值20美元的股份：

价格区间——

转让代理人： 在公司办公室做的股票转让和登记。

资料来源：Moody’s Manual of Industrial and Miscellaneous Securities（1960），217.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[1] T. Lindsay Baker, A Field Guide to American Windmills (Norman: University of Oklahoma Press,1985).

[2] 源自林赛（教授，得州行业史研究会主席，塔尔顿州立大学）与作者的相关讨论。

[3] 我们可以基于巴菲特在他的年度信里的一个评述，对登普斯特售后服务所得的收入百分比做一个粗略的估算。在这封信里，他说道，当哈利·巴特勒（他雇用的经理）提高了零配件的价格时，每年新创的利润额就是20万美元。如果我们假设他把这个价格提升了约20%（就我的经验来说，当一家企业的售后策略开始从无到有时，这是一种可能的做法），那么，我们可以推测：该公司每年零配件的销售额大约在100万美元。如果我们假设还存在着一个相同金额的服务收入，那么，我们的推论是：该公司总收入的20%～25%是来自售后——这肯定是一个有意义的收入金额。

[4] 就流动资产净值法（net-net）的概念来说，有许多种定义，我采用的定义是：仅用流动资产（现金、应收账款、存货和其他流动资产），减去所有负债，并取该差额值的2/3。根据这个定义，登普斯特公司的估值方法如下：流动资产净值 =[（549.1万美元 - 231.8万美元）/60146]×2/3= 每股52.75 美元×2/3= 每股35.17 美元。这比巴菲特支付的每股28美元高20%。

[5] Alice Schroeder, The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life (New York: Bantam,2008),246.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第3章　1964：得州国民石油公司

之所以把得州国民石油公司（Texas National Petroleum Company）的投资作为一个案例来审视，是因为这是巴菲特在给股东的年度信函中明确论述过的、仅有的几个练习（workout）案例之一。实际上，这是一个并购套利的投资项目——是许多涉足特定情形投资的投资基金的焦点领域。

在1964年，得州国民石油公司还是一家较小的原油生产商，正处在加州联合石油公司收购的过程之中。更准确地说，加州联合石油公司已经公告了一个交易条件具体详尽的正式要约，但还有待于得州国民石油公司接受。因此，这是一个已经公示要约，但尚未完成的交易。

和任何并购套利交易一样，这里有三个要素，是投资者彼时审视标的公司时，所要考虑的。首先，他们想要知道收购要约的具体条款，如收购价格和收购形式等。其次，他们想知道收购活动所涉的时间表，如并购所处阶段、预期交易需要多少个月才能结束。再次，投资者想要清楚交易失败的风险是什么。这种风险可能是由于所需的监管核准来自收购方和被购方股东的批准以及收购要约条款中制定的其他规定。

在某种程度上，并购套利投资项目具有很浓的数学属性。如果投资者能以精确的方式拥有上述所有相关信息，那么，他需要做的只是为这项投资计算年化收益率，看看它是否足以确保这项投资具有合理的收益。

就相关的历史背景来说，在20世纪60年代的美国南部和中西部的油气行业，兼并和收购是相当普遍的现象。此时，正逢美国石油生产的鼎盛时期，这种类型的交易并非什么难得一见的异类之举。[1] 因此，肯定会有一些其他类似的交易，人们可以从中找到自己的楷模，并借此提振自己的信心。事实上，就并购公司而言，加州石油公司就是频频出手的玩家：它曾在1959年并购了伍利石油公司，随后在1965年兼并了纯石油公司——当时石油行业最大的兼并案例之一。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回到得州国民石油公司的案例，我们可以看到，在收购公告发布之时，该公司有三种流通证券。为了做必要的调研，首先必须基于该公司披露的信息进行，因为它们是投资者相对容易得到的。在给股东的年度信函里，巴菲特在论述这项投资时，也给出了一些相关细节。

首先，该公司有尚未偿付的债券，需要按照其面值的6.5%年率支付息票金额。公司可以按照104.25美元的面值赎回这些债券——这也是这次并购结束时的计划。同时，本次收购被公告的1963年4月，也是一个前置的付息日，所以，投资者多半可以指望在重组套利期间收到相应的息票金额。这笔尚未偿付的债券总值为650万美元。其次，该公司有370万普通股——在这次交易中，它们打算出手的普通股的预估价格是每股7.42美元。事实上，该公司普通股的40%是由内部投资者所拥有，其余为外部投资者所持。再次，还有65万份的流通权证——它给予持有者以每股3.5美元购买该公司普通股的选择权。这意味着，如果按照普通股每股7.42美元的预估价格，那么，在这次交易里，这些权证具有每份3.92美元的预估价值。

不同于当今大多数的兼并交易，（就我们所知）当时不会正式公布这类兼并的精确截止日，所以，不知道这项收购会在何时完成。不过，要想得到这项收购的大致完成时间，有两个信息来源可资利用。第一个来源是所涉各方所做的相关信息披露，比如，由得州石油公司或加州联合石油公司给出的相关信息。另一个来源是从其他过往类似交易推断而来的信息。

就前一个而言，得州国民石油公司的确提供了一些信息。在给股东的信函里，巴菲特阐述了他与得州石油管理层的对话。在这次对话里，巴菲特有限合伙企业极力促使这项交易能在1963年8月或9月完成。如果这项交易的预期完成时间是9月底，那么，这就意味着巴菲特认为，从4月份的公告算起，这项投资需要持续5个月的时间。

通常，投资者会设法理解一家企业的内生品质。但在这类项目里，只有在交易失败，投资者成为公司股东时，这种内生品质才有用。而且，对该企业基本面评估涉及对石油或矿业资产的理解，这显然不是该投资的焦点所在。这里应该做的是直接进行这项交易的价值评估。在这项收购公告发布之后，该企业三类证券的价格状况大致如下。[3]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（a）就6.5%年率的债券来说，相应的价格是98.78美元，比100美元的面值稍低一点。

（b）就那些普通股而言，相应的价格是6.69美元（低于要约价格0.74美元或约11%）。[4]

（c）就那些权证来说，相应的价格是3.19美元，有一个与普通股类似的折扣。

如果你的推测是，完成交易需要5个月，付款还需要1个月，总投资期为6个月，那么，基于要约价格的预期收益率应该是：

（a）就这些债券来说，投资者将会得到调整为年率6.5%的息票金额。如果假设这个交易需要6个月的时间完成，每份息票相应支付的金额就会达到3.25美元。此外，投资者还会预期一个5.47美元的增益（104.25美元-98.78美元）。因此，总的绝对收益是8.72美元。以购买价格的百分比计，这大约是9%的收益率或18%的年化收益率。这看起来相当有吸引力，所以，如果投资者确信这项交易会成功，那么，他们多半会购买这个债券。

（b和c）就普通权益股和可转换为权益股的权证来说，相关的计算很简单。如果你预期获得一个11%的收益率（要约价和市场价的利差），那么，在6个月的时间内，你可以预期一个22%的年化收益率。这会是一个很有吸引力的收益率。如果这项交易所用时间比预期的更短，那你的收益率就会更高。如果要约价格上涨了，也会如此。反之，如果交易花了更长的时间，那基于年化的收益率就会差些。

总之，要约价格和即期价格的价差，看起来肯定有吸引力。剩下来唯一要考虑的问题是，交易是否能完成的风险。要想评估这个风险，你首先要考虑股东（需要他们通过收购案）否决这项交易的概率。由于是得州国民石油公司的管理层主导了这次交易，而且，他们自身拥有了公司流通股的40%，所以，你会很快得出结论：股东批准的可能性相当之大。事实上，只要交易价格看起来有那么一些合理性，投资者就会确信这项交易会获得批准，因为这里仅需要外部票数的10%就能成行。因此，就股东批准的风险问题，巴菲特的结论应该也是基本如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要想更进一步的话，你还可以看看可能存在的法律合规和反托拉斯的问题。就这些问题来说，不清楚相关的风险是什么，但相关的事实是：在前几十年里，这个市场已经完成过许多类似的并购交易，有些较小的勘探公司被较大的公司所整合。这些都说明这是一个很直白的项目。因此，虽然投资者彼时肯定会请专业律师来把关，但这看起来并不是一个什么大问题。

针对这些担忧，巴菲特自己做了透彻的调研；就任何潜在的法律风险和关键的法律进展，巴菲特都给我们做了完整的阐述。[5] 具体来说，巴菲特通过详尽的阐述，说明这项交易的产权检索和法律意见几乎都没有什么问题，仅有的一个主要障碍是：需要一个与南加州大学相关的税收裁定——因为它是一个非营利机构，而且，是此时某些石油高产费的所有者。虽然这只是一个可能会延缓某些流程的额外障碍，但巴菲特并没有把它视为整个交易的威胁，因为南加州大学已经示意，为了帮助完成这个交易，它甚至愿意放弃自己接受经济接济的法定地位。

在这个案例里，潜在的收益很明确。对于一位个体投资者来说，通常很难像巴菲特那样准确地评估这项交易的相关风险。在类似的实践中，我肯定会求助于这个领域的律师，并做一个一手调研。对于一个小的投资基金来说，这是一个可做的项目，因为这类基金通常都有一个触手可及的专业人士的人脉网。不过，个体投资者做起来就比较费劲了。在任何情况下，如果你对相关的风险有把握，就像巴菲特对这个项目一样，你就可以预期从这种另类投资中获得不菲的收益。

在这个投资案例里，巴菲特最终投了所有这三种证券，购买了总面值为26万美元的公司债券、60035份普通股和83200份可购买普通股的权证。虽然这个交易所用的时间比预期的要稍长一点（这些债券的收益回收期是11月中旬，股票和分期付款权证的收益回收期是12月和次年的年初），但整体的收益要比最初计算的还要略高一点（每股7.59美元而非每股7.42美元）。鉴于这一点，巴菲特评述道：“这揭示了一个通常的模式：①这类交易所用时间要比最初预期的要长；②这类项目的回报率一般要比预估得好一些。就得州国民石油公司这个项目而言，多花了1～2个月的时间，但我们多得到了1～2个百分比的收益。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就这些债券来说，它整体的年化收益率接近20%；就股票和权证而言，它们的年化收益率则接近22%。

总而言之，这是一个特殊情形投资的案例，具体说，是一个兼并套利的机会。就债券而言，这里的价差就意味着一个较高单位数的绝对收益率，而权益类证券则有10%的收益率。就年化收益率来看，投资者就这笔投资可以预期一个接近20%的收益率。然而，这里的焦点问题是对于交易风险的评估。虽然上述的正面因素是从事这次投资所必需的正当理由，但促使投资者敢于追求这笔投资的信心，却是确信这笔投资的风险较低。为了使相关的风险最小化，投资者要么对与交易相关的资产和业务，具有非常好的本能性的直觉，要么是在对所有的兼并套利案例，在做过应该做的认真仔细的一手调研后，仍然信心满满！这里的一手调研会涉及与律师沟通相关的法律事宜，而且还应涉及详尽分析原先的兼并案例。总之，如果你愿意像巴菲特在这个案例里那样深入挖掘的话，相应的回报应该是水到渠成的事。

[1] David Johnson and Daniel Johnson, Introduction to Oil Company Financial Analysis (Tulsa:PennWell,2005), 238－239.
[2] Union Oil Company of California Records 1884－2005, UCLA Department of Special Collections.
[3] 我采用了巴菲特年度信函里的细节，基于他的收购价格，计算预期收益率。由于巴菲特是在几个月的时间段里购买的这些证券，所以，所有的数字都是估计数，都是建立于我们能得到的或具体购买价格的反映了平均收益率的所得之上。我还做了相关的假设，即相对于预估的交易价格，权证和普通股都是按照类似的折扣进行交易的。
[4] 具体就普通股价格来说，可以计算出巴菲特购买的平均价格大约在每股6.92美元。不过，我认为，由于他的规模行为是发生在1962年4～10月，该普通股的价格在4月份是较低的，而且，是一个与总收益率一致的金额。
[5] 巴菲特致巴菲特有限合伙企业合伙人的信，1964年1月18日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第4章　1964：美国运通

在某种程度上，美国运通（American Express）似乎是沃伦·巴菲特投资的一家高科技公司。在20世纪60年代初，美国运通（见图4-1）就代表着新颖。随着美国民众喜欢上了航空旅行，用旅行支票支付就成为一个越来越普遍的趋势。与此同时，美国运通也引领了第一批塑料信用卡的使用。这两种无纸化支付形式的主要优点是：它们不仅真实可信，并且，无须现金就可进行交易。在处理大笔资金交易或国际旅行时，用现金显然不太合适。当商人或供应商收到一张美国运通旅行支票时，他们知道这种支票是可信的。此时，处理大量资金和国际支付的另一种方式是信用证，但这麻烦得多，因为它涉及银行不少的文书工作。在这种情况之下，美国运通率先推出了一款卓越的产品，但它随后还有更多的惊人之作！



图　4-1

然而，在1963年，美国运通遭遇了一场大灾难，后世称之为“色拉油骗局”！该年11月，美国运通旗下一家子公司位于新泽西巴约纳的一家仓库，给一家叫作联合植物油精炼公司的储物签发了收据，而该公司将此收据作为了银行贷款的抵押物。就如后来的结果所示，这家公司是在行骗。在该公司破产后，银行来收取担保物时，仓库管理人员发现，他们认为应该装满有相当价值的色拉油的油罐，装满的却是海水！在高达约1.50亿美元债务的重压之下，联合植物油精炼公司与美国运通的那家子公司申请了破产保护。作为母公司，美国运通是否应该担责，当时并不明确。然而，由于担心损害美国运通的声誉，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

董事长兼首席执行官霍华德·克拉克总裁发表了一份声明，美国运通公司愿意从道德的角度，确保这些债务的偿付。[1]

当时，坊间传言，美国运通可能面临破产倒闭之虞。在此丑闻之前，该公司股票的交易价格是每股60美元，但在越来越多的负面报道的重压之下，及至1964年年初，它的股票价格已经下跌至每股35美元。[2] 那时，有一种关于美国运通的说法是，它面临着“数目不详的庞大债务”。除了负面报道外，美国运通的股东还起诉了霍华德·克拉克，因为他向债权人提供6000万美元赔偿，而股东认为这是一种不必要履行的道德义务。相比于美国运通公司当时7800万美元的账面价值，这看起来是一笔非常大的金额！

根据洛温斯坦的记述，沃伦·巴菲特从这场丑闻中嗅到了潜在的机会，并认真地开始做一手调研。他找奥马哈的餐馆经营者和餐馆客户聊天，看看他们的使用习惯是否已经改变。他还去了银行和旅行社，甚至还和美国运通的竞争对手交谈过。无论他去哪里，他得出的结论都是：尽管有丑闻存在，美国运通旅行支票和信用卡的使用似乎是稳定的。他由此推测美国运通将继续经营，声誉损害不会持久，公司的品牌与产品地位仍然坚实。他还得出结论：这家公司不太可能资不抵债。[3]

行笔至此，看看投资者是如何看待美国运通，会相当有益。（美国运通在1963年年度报告中的几个关键页面副本，包括综合财务报表，参见表4-1至表4-3。）[4] 在此，大家可以看到，在题为“十年财务概要”一节（该报告的第4～5页），美国运通公布了过往整个10年的利润数据。这里立刻吸引你的是：1963年前十年的美国运通，是一家多么强健的公司！

表4-1　十年财务摘要（1954～1963年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：百万美元，除每股数据）

经营概况	1963	1962	1961	1960	1959	1958	1957	1956	1955	1954
销售额	100.4	86.8	77.4	74.7	67.1	59.0	53.8	47.9	42.2	37.1
营运利润	1.4	2.0	2.9	2.7	2.5	2.4	0.9	1.4	1.3	1.2
经营费用	85.9	76.8	69.1	65.9	60.0	52.9	46.6	42.0	37.3	33.1
美国和海外所得税计提	4.7	1.8	2.0	2.5	1.2	0.9	1.2	1.0	0.8	0.5
净利润	11.3	10.1	9.2	9.0	8.4	7.6	6.9	6.3	5.4	4.7
每股净利润	2.52	2.27	2.06	2.02	1.89	1.70	1.54	1.42	1.22	1.05
每股股息	1.40	1.25	1.20	1.20	1.05	1.00	0.95	0.83	0.64	0.60
年末股东人数①	24 055	23 366	23 814	24 665	24 335	25 341	25 111	25 302	25 366	25 642
现金及到期存款	266.6	187.3	169.2	155.6	124.6	124.7	141.1	149.0	131.2	125.6
证券投资	443.8	463.5	473.5	461.9	453.6	443.2	445.8	453.2	423.9	390.2
贷款与贴现	172.4	141.5	85.1	58.4	39.3	29.0	24.5	15.7	11.5	8.0
总资产	1 020.2	915.2	876.5	787.8	732.7	680.1	667.6	700.1	629.3	621.0
旅行支票和信用证余额	470.1	421.1	386.4	365.5	358.7	337.5	320.3	304.4	282.8	259.6
客户存款和信用余额	366.5	337.2	303.5	286.1	223.8	215.6	243.0	266.8	243.1	222.8
股东权益	78.7	68.4	64.8	60.1	56.4	53.0	49.9	47.2	44.3	41.7
年末雇员人数										
国内	5 530	4 944	5 138	5 326	5 213	4 839	4 114	4 054	3 847	3 638
海外	5 424	5 333	5 107	4 927	4 770	4 609	4 698	4 657	4 580	4 397
合计	10 954②	10 277	10 245	10 253	9 983	9 448	8 812	8 711	8 427	8 035
年末机构数量										
国内机构	115	105	108	99	96	96	96	91	85	77
海外商业机构	110	105	98	99	102	94	90	87	84	75
海外军事基地的机构	177	179	173	181	186	183	213	208	203	197
合计	402	389	379	379	384	373	399	386	307	349
美国运通代理商	5 921	5 902	4 631	4 551	4 541	4 465	4 478	4 399	4 351	4 267
美国运通其他销售网点	75 738	70 471	69 338	67 614	67 736	66 280	64 271	66 436	64 457	63 294
美国运通信用卡服务机构	85 580	81 989	50 676	46 982	41 455	32 183	—	—	—	—

①所有数字都是基于每股面值5美元和4461058股股票所计。

②包括富国银行的601名员工。

资料来源：American Express，1963Annual Report，4－5.

表4-2　综合利润表（1963年）　（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1963	1962
利润：		
经营利润	100 418 244	86 771 484
证券销售利润	1 435 903	2 028 125
合计	101 854 147	88 799 609
费用和税收：		
薪金与工资	41 308 088	36 289 997
金融票据、其他印刷品和办公用品费	4 854 346	4 168 274
邮费、话费、电报费和上网费	3 605 062	3 333 282
旅行、快递和其他运输费	2 995 345	2 492 998
财产及设备支出	7 602 788	6 939 640
广告与宣传资料	5 700 052	4 595 985
其他费用	14 920 469	14 828 141
美国和海外所得税以外的税收	4 889 298	4 200 086
合计	85 875 448	76 848 403
未计美国和海外所得税的利润	15 978 699	11 951 206
美国和海外所得税计提	4 714 858	1 820 263
净利润	11 263 841	10 130 943
年初盈余	46 051 152	41 499 546
贷记盈余：		
特别销售证券的利润——扣除适用税款	4 376 996	—
净资产高出相关投资的金额——产生于1963年1月1日富国银行的整合	892 784	—
合计	62 584 773	51 630 489
借记盈余：		
股息	6 194 506	5 537 114
其他支出（净额）	—	42 223
合计	6 194 506	5 579 337
年底盈余	56 390 267	46 051 152

资料来源：American Express，1963Annual Report，26.

表4-3　综合资产负债表（1963年）　（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1963	1962
资产		
现金及到期存款	266 637 122	187 306 540
证券投资——成本价		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

	1963	1962
美国政府债券	141 208 249	102 201 433
市政债券	229 784 429	225 241 401
其他债券	39 614 783	92 676 747
优先股	18 968 863	19 451 610
普通股	14 198 704	23 908 432
证券投资合计（当时的市价总值：1963 年，450 500 000 美元；1962 年，479 010 000 美元）	443 775 028	463 479 623
美国政府的存款债券	35 000 000	35 000 000
贷款与贴现	172 410 264	141 505 217
应收账款和应计利息（减去储备金：1963 年，2 741 819 美元；1962 年，1 714 232 美元）	51 660 293	42 832 134
美国运通公司股份回购——成本价（1963 年，33 340 股；1962 年，37 700 股）	1 436 565	1 627 535
子公司及关联公司未合并投资——成本价（净资产类权益：1963 年，4 096 000 美元；1962 年，5 654 000 美元）	3 580 002	4 791 987
土地、建筑、设备——成本价（减去储备金：1963 年，11 927 151 美元；1962 年，10 461 370 美元）	14 347 038	12 669 124
客户承兑负债	18 873 203	15 225 152
其他资产	12 486 135	10 741 415
合计	1 020 205 650	915 178 727
负债		
旅行支票和旅行信用证	470 126 789	421 063 300
客户在美国运通公司的存款与信贷余额	366 490 835	337 237 710
与美国政府存款债券有关的存款负债	35 000 000	35 000 00
未付汇票	18 903 238	15 690 404
其他负债	50 989 231	37 830 871
合计	941 510 093	846 822 285
股东权益：		
股本——授权 5 000 000 股，每股面值 5 美元，发行 4 461 058 股	22 305 290	22 305 290
盈余	56 390 267	46 051 152
股东权益合计	78 695 557	68 356 442
合计	1 020 205 650	915 178 727

资料来源：American Express，1963Annual Report，28－29.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1954～1963年，美国运通的收入从3700万美元增长到1亿美元。更令人印象深刻的是，在这一时期，没有任何一年的收入比上年同期下降。公司每股收益和总账面价值的表现也反映了公司收入持续增长情况：每股收益从1.05美元增长至2.52美元，账面价值从4200万美元增加到7900万美元。因此，按年复合增长率计，过去的9年中，美国运通公司收入的年复合增长率是12%，净利润的年复合增长率是10%。

在1963年这个财年于12月31日结束时，美国运通在收入1.004亿美元的基础上，净利润达到了1120万美元（每股2.52美元，446万流通股）。税前利润为1600万美元（报告的是“未扣美国本土和海外所得税前的利润”）。只需简单计算，就可把这个数据转化为16%的经营利润率和11%的净利润率——这两个指标都意味着相当不错的盈利能力。

乍一看，若只是基于财务数字，美国运通各方面的运营似乎都不错，并且已经维持了相当长的一段时间。然而，要想真正了解一个企业，并确定它是否是一个真正的优质企业，你要看的不仅仅是财务状况。若要了解美国运通的业务究竟如何，又是如何年复一年地创造良好的财务业绩，那么，重要的是要分析公司的经营部分及其下属公司经营的竞争环境。

在1963年的年度报告中，美国运通较好地详述了其相关的经营部分。总体来说，这份报告详细介绍了公司10个独立的业务。不幸的是，美国运通公司当时并没有分别介绍各业务单元的规模和利润率。不过，从年报阐述的顺序和深度，可以明确地推断哪些业务是核心业务，哪些是二级业务。按业务规模的大小排序，它们分别是：旅行支票、汇票、水电账单、旅行、信用卡、商业银行业务、海外汇款、货运、富国银行、赫兹租车和仓储。

在讨论主要业务的运作之前，需要指出美国运通公司有10个独立的业务部门，它并不是一个传统意义上只涉及单一业务的企业。不过，如果好奇的投资者想要详细了解各项业务，他大可放心的是，我们只会讨论它们的业务模式和相关的人，而非它们的复杂技术。

在这份报告中，首先阐述的是最大的业务，也就是旅行支票业务。该业务的内涵是：美国运通公司出售纸质支票给打算出国旅行的客户——他们在出国旅行前，可在许多地方购买这种支票，随后可在国外许多场馆和银行使用（后者会将这些支票兑换成相关的外币）。美国运通向客户收取现金和一小笔费用，同时，为客户提供一个国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

银行和场馆的关系网——借此，客户的现金兑换需求将会得到保障。为了鼓励更多的国际商人接受这种产品，美国运通为接受旅行支票的商人支付一小笔佣金。

当时，美国运通旅行支票的主要替代品是银行的信用证。一个客户（假设还是同一个国际旅行者）需要去一家银行，使用存款、抵押品或以前的关系，获得银行发行的信用证。该信用证将由客户提交给外国银行，后者既可为客户提供外币，也可使客户在国外付款。

与信用证相比，旅行支票有几个关键的优势。首先，旅行支票很容易在美国运通的任一隶属机构购买，而获得信用证的过程取决于特定的开证行，通常涉及大量的文书工作，并要耗时好几天。其次，因为旅行支票没有那么复杂，所以，美国运通的这种解决方案，也意味着更低的交易成本。再次，相比现金，当旅行支票被偷时，很容易替换之，因此，为客户提供了额外的保障。

此外，旅行支票不仅是对它的客户有好处。据美国运通的说法，签发银行把旅行支票看作引进新客户、从事交叉销售其他产品的一种方式。在这样的情况下，银行只需要花费很少的费用，并且还能减轻开立小额信用证的工作负担。对接收银行来说（即会接受信用证也会兑现旅行支票的银行），也有一个非常重要的优势：因为信用证由开证银行做担保，接收银行有时不得不单独评估发证机构的信用状况；与此相反，美国运通旅行支票都是由美国运通担保，而且，此时的美国运通已经成为国际知名机构，信誉卓著。因此，兑现旅行支票要比信用证容易得多！

虽然说起来旅行支票的优点显而易见，但有哪些定量的证据能支持它们呢？具体看看表4-1中美国运通的10年财务概要，就可以看到旅行支票余额已经从1954年的2.6亿美元增长到1963年的4.7亿美元。若以年率计，在过去10年间，旅行支票业务余额每年增加7%。

这些信息和美国运通总裁兼首席执行官霍华德·克拉克在年度报告中给出的积极定性的细节，[5] 足以向投资者证明：旅行支票业务取代很大部分信用证市场份额的趋势已经延续了许多年（事实上是几十年）。作为旅行支票的市场领导者，美国运通将是这一发展过程的主要受益者。总之，美国运通的旅行支票业务看起来好像是一个非常好的业务，不仅发展迅速，且与同行相比优势明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国运通年报阐述的第二个业务是，汇票和公用事业账单业务。这项业务要追溯到19世纪80年代，当时为了反制邮政管理局推出的邮政汇票业务，美国运通也开发出了相应的竞争产品。该产品的目的很简单：通过资金的快递或邮递服务，实现资金的安全交付。到1963年，在同类产品中，美国运通的汇票是最畅销的商业票据。它是唯一一个在50个州出售的商业汇票。[6] 及至此时，虽然这项业务已经增长乏力，但它本身基础坚实，能为用户提供有用的服务，并可作为旅行支票的补充业务，继续发挥作用。

美国运通的第三大业务是旅行业务。就卖轮船巡游票和组织国际旅游观光来说，美国运通的旅行业务在国内外有许多规模各异的竞争对手。就其本身而论，这似乎是一个以执行力为基础的业务，几乎没有进入的门槛。这块业务每年的业绩表现都会参差不齐，成功就是意味着比同行有更高的回报率。从1963年年度报告的相关论述来看，1963年是这一业务重组的第2年。这次重组的目的就是为了得到更高的效率，方法是建立一个非中心化的商业模式，聚焦于为客户提供更好的服务。

这里论述的第四项业务是信用卡业务。及至1963年，尽管它还谈不上是一个规模庞大的业务，但它已经是公司业绩增长的一个重要的新驱动力。虽然信用卡是由西部联盟公司在20世纪10年代首创，并由大来卡公司在20世纪50年代把它以目前的形式予以商业化，但美国运通公司凭借其强大的网络和品牌影响力，迅速成为这一细分市场的领导者！在1958年，第一张美国运通信用卡由美国银行与银美卡公司（BankAmericard）联合推出。尽管此时客户的使用率增长很快，但运营问题妨碍了该部门的早期盈利能力。不过，及至1963年，这项业务已经盈利两年了。[7]

在这份年度报告中，美国运通公司披露了持卡会员持续增长，会员首次超过100万名。

如图4-2和图4-3所示，年度的信用卡账单金额增长得更快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

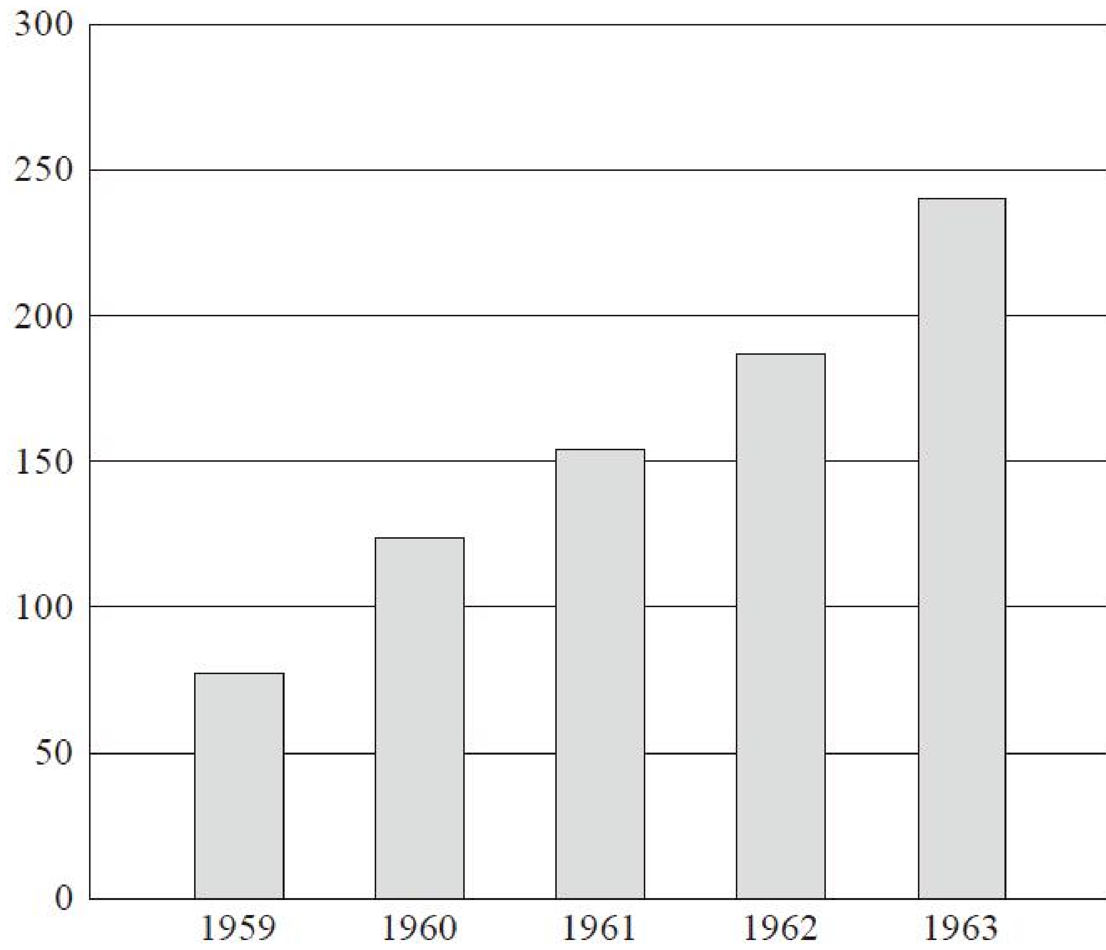


图4-2　年度信用卡账单金额（单位：百万美元）

资料来源：American Express，1963Annual Report，13.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

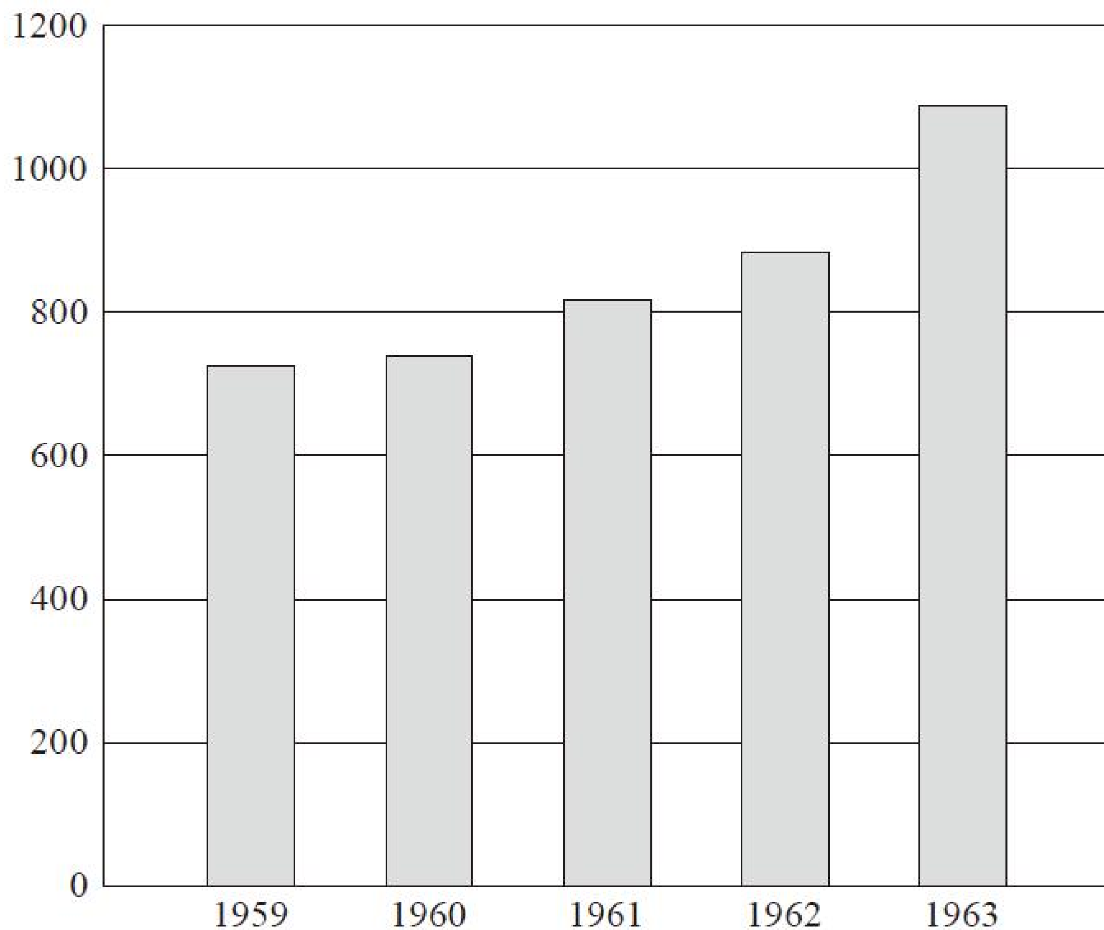


图4-3　持卡人——年末（单位：千人）

资料来源：American Express，1963Annual Report，13.

基于收取商家一个百分比提成以及持卡人年费的商业模式，美国运通信用卡分部找到了利用信用卡业务赚钱的方式。此外，鉴于这种商业模式的核心是广泛的持卡人和接受信用卡的商户，所以，美国运通品牌的良好声誉就是其天然的优势，尤其是在旅游和国际商务中。银美卡（首先针对商人和富人的旅行和娱乐卡）迅速取得了成效。除了为客户提供一个声誉卓著的签账卡这个“很酷的元素”，银美卡还使旅行者的支付更方便了，同时，还有许多额外的好处，如旅行保险（这很快成为美国运通卡的签名服务）。商人愿意支付佣金是为了吸引使用美国运通信用卡的富裕客户。因此，这种产品给每一方的交易都提供了明确的客户价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果你考虑到这种价值和缺乏强大竞争者的情况，那么，它的价值可能远远超出了那时美国运通收取的费用，至少对商家来说如此。这里还暗示着某种隐形的定价能力。因为任何相应的竞争都需建立一个如同美国运通一样广泛的竞争网络，才能使持卡人和商家感觉到类似的价值，所以，美国运通就此占有明显的优势。总的来说，当时投资者在这项业务上会看到非常有吸引力的前景。

诚然，几十年后万事达和威士卡的发展是很难预见的。但足够精明的投资人还是可以预见到这种结果：不像一些受网络经济驱动的那些最安全的产品，信用卡对用户来说持有成本很低，所以，它并不妨碍一个用户持有多个卡。

美国运通公司接下来的5项业务分别是银行业务、国外汇款、货运、富国银行和赫兹。因为它们都是较小的业务并都有一些相似之处，所以，我将把它们作为一个组群来论述它们的关键经济属性。

商业银行在业务上与普通的零售银行并没有太大区别，同样是做存款和贷款业务。美国运通的区别是，它有大量的国际分支机构，包括在军事基地的分支机构。外国汇款为商业公司和个人提供了一种安全简便的国家间资金转移的方式。货运业务是一种货运代理和报关业务，类似于现在美国的货运代理业务。接下来的两个业务分别是富国银行和赫兹公司。前者的业务涉及运输现金和贵重物品，很像今天的装甲运输业务。后者则是与赫兹公司共建的合资企业，它是一家在美国以外的地区经营轿车和卡车出租业务的公司。美国运通公司在这家赫兹公司拥有49%的股份。有趣的是，这两个名字现如今都是大家耳熟能详的名字。事实上，当今著名的富国银行是由美国运通的创始人亨利·威尔士和威廉·法格创办的。而赫兹仍然是当今世界上最大的汽车租赁公司之一。

看着这组五项业务，你可以得出一个结论：虽然它们明显都是对美国运通主要业务的补充，但与当时其他成熟同行相比，这些看起来都不像是美国运通有特别竞争优势的业务。

美国运通的最后一个业务是它的现场仓储业务（遭受丑闻打击的那个业务）。这项业务主要是为客户的存货以及其他资产提供真实可靠的收据，以便这些客户可以使用这些资产作为抵押物，从银行和其他金融机构获得贷款。传统的仓储收据业务模式涉及公共仓库。在这种商业模式中，客户将其存货送到一个公共仓储设施，由一个托管人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对存货进行管理和监控。对于需要陈化的产品，如烟草和酒，把它们存到公共仓库并进行融资，也很寻常。然而，在某些情况下，有些存货是无法进行运输的，因为它们很笨重或难以运输。在这样的情况下，可能会在客户或借款人的所在地建立现场仓储。在美国运通参与的这类业务中，现场仓储公司会有检查人员，在客户或借款人的仓库实施控制和监督。

就联合植物油精炼公司而言，美国运通派了一个巡回监察员在新泽西州的巴约纳联合公司的储存罐监控存货，并雇用一些联合植物油精炼公司中自己的人作为监护人。在这个案例里，美国运通的巡回监察员并没有实际盘点存货。

我稍后将会在详述丑闻的时候，论述具体事件和问题的严重程度。但就整体业务来说，现场仓储业务似乎是一个相当简单的轻资本业务，而且像美国运通这样声誉卓越的公司似乎比同行更具优势。这里的核心风险涉及美国运通在合同中承诺的详细法律条款，特别是他们是否为所有开出收据的抵押物做担保。

总而言之，美国运通看起来好像是一家杰出的企业，在其核心业务上有显著的结构优势。一些较小的业务部门（如旅游、富国银行和货运业务）似乎与同行相比没有什么大的优势，而最重要的业务，包括旅行支票业务和信用卡业务，则是具有特许经营特质的一流业务，充溢着长期持续增长的前景。

为了使这一结论更加坚实，我们需要再看看美国运通公司公布的综合利润表和综合资产负债表（如表4-2和表4-3所示）。在这两张表中，相关数据为我们提供了两个额外的洞见，加深我们的评估厚度。

为了快速概括，我们来看看1963年年底美国运通资产负债表上几个重要数据点。在资产方面，有2.67亿美元的现金和4.44亿美元的投资证券（其中绝大多数是美国政府、州和市政债券），3500万美元的政府债券（大概是为客户保管，因为在负债方还有一个匹配对应的科目），1.72亿美元的贷款，应收账款5200万美元和1400万美元的土地、建筑和设备——成本价。合计，资产总额为10.2亿美元。在负债方面，有4.70亿美元的旅行支票，3.66亿美元的客户存款，3500万美元的美国政府债券的对冲负债（刚好与资产方的相应科目相匹配），还有几个较小的其他负债。合计，负债总额为9.42亿美元。由此得到的股东权益总额为7800万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一，可以从资产负债表中得出的一个结论是：美国运通与一家银行或一家保险公司非常相似。作为一家能自身产生以现金和可投资证券形式表现的资产以及旅行支票形式负债的企业，美国运通公司创建了一个类似于保险公司浮存金的科目（即便不考虑它拥有的银行业务）。在1963年年报里，反映了这么一个事实：美国运通的资产总额超过其股东权益的10倍多。事实上，当客户存款和旅行支票余额计入后，美国运通实际上从客户那里就得到了8.37亿美元。像银行和保险公司一样，它将这些资金投资于债券、股票和贷款，从中获得收益。

第二，在看该企业所用资金的收益率时，你会发现美国运通整体的实物资金并不多。在使用通用的首选指标“资金收益率”时（用所有者利润[8]除以已用资金[9]），可以得出一个粗略的计算结果。如果你假设净运营资金为零，则已用资金收益率就是78%，因为该企业只有1400万美元的土地、建筑和设备，而且，它的净运营资金还是负值——若考虑到客户存款和旅行支票的浮存金因素。如果充分考虑运营资金的负值情况，该公司已用资金的总额也是负值，那么，已用资金收益率则是无限大。本年度的净利润为1120万美元。值得注意的是，在这个计算中采用的是净利润，而不是所有者利润这个首选指标，因为此时还没有现金流量表，无法有效地计算所有者利润。在任何情况下，对于一家正常的企业来说，78%（或甚至更高）的已用资金收益率意味着一个非常大的特许经营价值（它使这家企业创造的收益率远远超过它的资金成本）。这也意味着企业只需再投入非常少的额外资金发展业务，因为用多数现金回馈股东或从事收购，将会更加有益。

霍华德·克拉克给股东的信似乎支持了这一观点。在这封信中，克拉克解释说：“在截至1963年12月31日的4年里，在几乎没有增加员工数量的情况下，综合营业收入增加了近50%，税前经营利润的增幅超过了100%，税后经营利润的增幅约为60%。”

精明的投资者可能会发现这样一个问题：鉴于这家企业固有的高财务杠杆，用正常的已用资金收益率作为衡量业绩标准，存在着问题。这种担忧并非空穴来风。如果从净资产收益率来看财务业绩（这对金融机构是更常用的指标），就会得到一个高于14%的净资产收益率。这并非什么惊艳之果，但远高于资金成本，说明这是一家不错的企业！

在我们转到美国运通的估值之前，还有一个应该讨论的要素是管理层（在任何投资案例里，都应如此）。就我们所知，霍华德·克拉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

克（美国运通的首席执行官和总裁）是在3年前（也就是1960年）加入美国运通的。在经营上，他为美国运通做了两大工作：一是稳定了信用卡业务，二是着力提升了营销在公司经营中的分量。

当克拉克加入美国运通时，信用卡事业部正在亏损，主因是后台的信用卡付款交易处理流程，被日增的信用卡交易巨量之重压得变形了。克拉克制定了下述紧急措施，减轻了美国运通的这种负担：引入持卡人在30天内偿还所有债务的要求；建立了更加严格的信用审批原则；提高了商户和持卡人的所付费用。在营销方面，克拉克增加了每年的广告预算，他聘请奥美广告公司制定和实施了美国运通第一个现代广告活动。总的来说，在解决美国运通面临的经营问题时，克拉克显然是一个有能力、有决断力的领导者。[10]

除了解决经营问题，在美国运通总公司的责任还没有确认的情况下，克拉克承诺要解决色拉油丑闻的问题。从这个意义上说，克拉克好像是一个极正直的人，而这正是巴菲特看重的品质。

至此，我们已经对美国运通的业务及其经营者有了相当清楚的认知，随后，让我们来看看巴菲特购买美国运通时的相关估值。巴菲特没有在1964年年底的合伙人信中，透露他收购美国运通的相关细节，但在巴菲特收购美国运通期间，该公司的股票价格降到了大约每股35美元。假设巴菲特以每股40美元的平均价格收购了他的股份，但由于他收购的数量不小，并且，不大可能完全抄底，所以，他的收购价格应该看起来大致如下所述（至少乍一看如此）。就446万流通股来说，基于1963财年1100万美元的净利润，巴菲特所持美国运通股份的估值是其市盈率的16倍。就过往一年的企业价值/息税前利润（EV/EBIT）来说，巴菲特是按8倍的估值支付的（考虑到美国运通的现金、财务投资及其净金融债务金额）。虽然有人可能会对投资资产的真正价值提出异议，但我相信上述计算是一个保守的估算，因为投资资产都是按成本计算的。如果更保守些，将该公司的净现金值视为零，由此产生的企业价值倍数将为11倍。

按照巴菲特的标准，无论如何怎么说，这都不是一个便宜的价格——哪怕是在动荡前，该企业股票以市盈率24倍的价格交易过。那么，这就有点令人费解了！虽然大家知道美国运通的优越品质，但基于巴菲特通常的标准，这个估值似乎仍然高了些。这是一种极为特殊的情况，因为该公司因“色拉油丑闻”而面临的责任还是未知的！要想了解这次收购的完整动因，剩下的关键问题似乎就是估值了。行笔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至此，我的判断是：要么是巴菲特愿意为优秀企业支付高价格，或者是估值并没有看起来那么高。

首先，我们必须了解与这个丑闻相关的或有负债。它最详细的解释来自美国运通的管理层，他们在1963年的年报中用了两页讨论这个问题。假设我们可以相信管理层（他们似乎开诚布公且值得信赖），这笔负债显得有些模糊，好像不足1亿美元，明显低于市场预估的1.5亿美元。在这份报告中，该公司指出美国运通为大豆油开的验证凭证为8200万美元（这并未考量容器中高质量的海水，实际上也有一定的市场价值）。除此之外，还有一个1500万美元有争议的提货单。在价值3900万美元的葵花籽油收据中，有1/3被发现是伪造的——对这部分，美国运通似乎并没有任何义务。虽然无法判断最终的负债程度，但基于信息来看似乎介于2000万美元到8000万美元之间，而且，最有可能的结果是：管理层走高尚的道德路线，主动支付因他们错误所致的所有负债（这是管理层在这份年度报告中所陈述的计划）。若要就此给出一个粗略的数字，那么，真正的预期负债应该是6000万美元减去2000万美元的潜在合法避税额（就是按照34%的企业税率所减少的利润），或是4000万美元的净现金负债。

就是否有足够的资产偿付这笔负债的问题，只要查看一下资产负债表，就会发现美国运通的基础业务能产生如此多的现金流，公司肯定会有足够的现金应付这笔债务（当时，美国运通的库存现金已经超过2.5亿美元）。由此看来，他们无法支付这笔债务的唯一情况是：他们的客户停止使用他们的服务！从这个意义上说，似乎霍华德·克拉克的重点是维护公司声誉的完整性——为此，即使意味着支付一些不一定有法律义务的债务，也是可以理解的。然而，对估值的影响而言，4000万美元的成本就意味着，对每股40美元的价格来说，投资者在收购时将要支付更高的倍数，大体是20倍的市盈率及11倍的企业价值/息税前利润。

这些都是巴菲特几乎肯定不会支付的价格！那么，缺失的环节是什么呢？经过更多的认真考量，好像在巴菲特的眼里，美国运通的经营利润只是故事的一部分。由于美国运通与保险公司有许多相似之处，其中一个关键的相似性好像是，来自浮存金的投资收益并没有显示在经营利润中。事实上，旅行支票所产生的浮存金，似乎是美国运通不必明确支付利息的负债。还有，如果仔细看看1963年的综合利润，[11] 很明显的是，除了1100万美元的经营净利润外，美国运通还挣了一个440万美元的税后已实现的投资利得——直接贷记到了股东权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

益。事实上，这些导致了股东权益增加了约1000万美元，尽管该年的股息支付总额达到了640万美元。这个金额是除了约100万美元的投资收益之外的（这部分含在报告里那1100万美元总的经营净收益里）。

在1963年，440万美元可能是一个非典型的超常增益，但至少还应该有更多这类投资收益是来自这种浮存金。假设旅行支票的偿付期为2个月，截至1963年年末的未付旅行支票总额为4.7亿美元，那么，来自旅行支票的连续性浮存金应该是8000万美元。假设这笔资金的投资回报为5%，那么，它每年可以产生约400万美元的收益。这纯粹是一种假设的例子，而且无法准确计算来自旅行支票、信用卡业务（负浮存金）以及银行的浮存金数量，但我认为，总体上，旅行支票的浮存金所固有的盈利能力相当可观，并可以作为附加的经营利润。

以1963年440万美元税后额外收益为例，按调整后的利润（包括投资利润和经营利润）是按11.5倍的市盈率及6.5倍的企业价值/息税前利润，估值每股40美元的美国运通股票。在经历了4000万美元的丑闻债务之后，调整后的市盈率为14.2倍，企业价值/息税前利润则是8.5倍。就估值而言，这似乎更合理，而且鉴于这家企业的优异品质，这就显得是物有所值了！

除了浮存金外，另一种争论是：美国运通信用卡业务，从根本上说，也是一个高品质的业务，只是它刚刚从相关的经营问题中恢复过来。正如前面提到的，1963年只是它盈利的第2个年份。因此，可以断言，1963年的利润并没有把信用卡业务内涵的盈利能力充分表现出来——它此时只是“小荷才露尖尖角”。

最终，对巴菲特而言，美国运通并不是一个廉价的收购案。由此看来，巴菲特是致力于寻找一个真正优秀的企业，即一家有结构性竞争优势的企业，并从全盘考虑，愿意以一个合理的价格对这种企业进行投资。综上分析，巴菲特的投资决策似乎是受益于他对浮存金的深度理解，以及他对美国运通公司核心业务优势的高度认同。这些优势使得美国运通公司只需运用有限的额外资本，就可获得具有高收益的增长。他还为这笔投资做了第一手调研，帮助他评估色拉油丑闻是否会影响公司的核心业务。这里应该指出的是这个丑闻只是涉及美国运通一个附属小公司的一笔一次性债务，并未直接影响到公司的核心业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与巴菲特其他早期的收购不同，这笔投资不是一个雪茄蒂[12]型的投资。也许正是这笔投资随后的成功，促使巴菲特后期更倾向于，为收购优质企业而支付一个公允的价值，胜于为了一个很好的价格而购买一家平庸的企业。

[1] Roger Lowenstein, Buffett: The Making of an American Capitalist (New York: Random House, 2008), 80.
[2] 注意：在这期间，约翰·肯尼迪遇刺，这对股票市场产生了负面影响。
[3] Lowenstein, Buffett, 81.
[4] American Express, 1963 and 1964 Annual Reports. Original annual reports of American Express 1963,1964 (hardcopies provided by Guildhall Library, London).
[5] American Express, 1963 Annual Report, 2－3.
[6] American Express, 1963 Annual Report, 10.
[7] American Express, Case Study, 1996.
[8] 就所有者利润来说，我首选的指标是扣除了维护性资本支出的现金利润。
[9] 就已用资金而言，我首选的指标是：未计商誉的有形资金和无形资金总额，加上运营资金净额。
[10] American Express, Case Study, 1996.
[11] American Express, 1963 Annual Report, 27.
[12] 就指投资而言，专有名词“雪茄蒂”通常是指一种收购策略，即以极低的估值收购品质较差的企业，但有时，它也指价值很高的那种投资。人们往往把这种投资策略与本杰明·格雷厄姆联系在一起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第5章　1965：伯克希尔-哈撒韦

及至今日，伯克希尔－哈撒韦（Berkshire Hathaway）的名字几乎是人人皆知。但在1962年，巴菲特开始这家公司的收购流程时，很少人知道它的早期历史或当时状况。

伯克希尔－哈撒韦公司起源于两家可以追溯到19世纪的新英格兰的纺织生产企业。伯克希尔，原来叫作伯克希尔棉业织造公司，曾经纺织了全美1/4的优质棉布。

哈撒韦织造公司（以创始人霍雷肖·哈撒韦的名字命名），在第二次世界大战（简称“二战”）专司降落伞材料生产之前，也涉足过很多产品。随后，哈撒韦公司逐渐成为人造丝套装的最大生产商。在1955年，这两家公司合并为一家实体，即伯克希尔－哈撒韦公司（见图5-1）。[1]



图　5-1

在战后这段时期，伯克希尔－哈撒韦公司虽然处于盈利状态，但直到20世纪60年代前，它已经蜕变为原来公司的一个躯壳。

就像巴菲特在1966年1月20日给股东的年度公开信（1965年年末的年度公开信）所述，伯克希尔－哈撒韦公司在1948年的税前利润额为2950万美元，拥有12家工厂和11000名雇员，但到1965年之前，它的利润所剩无几，工厂只剩2家，雇员仅余2300人。

巴菲特把这归结为行业环境的变化和无法适应这个变化的孱弱的公司管理层。鉴于这些数据，一位投资者推断道：这家企业是处在结构性的下滑之中。最明显的原因就是，更便宜的纺织品从海外源源不断地流入，冲击着美国市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，就这家企业的内在品质来说，我不得不说，这个案例并非像当下多数人所想象的那样显而易见。以回望往事之便来看，很容易认为巴菲特没能认识到或未能充分考虑到伯克希尔－哈撒韦是处在结构性下滑之中。

在数次接受采访时，巴菲特都承认，购买伯克希尔－哈撒韦是一个错误的行为。这进一步强化了人们的上述看法。但在彼时，这种情况并没有当今人们想象的那么清晰。

首先，伯克希尔－哈撒韦以窗帘和其他家纺产品直接进入零售渠道，此外，它把织布卖给其他的服饰生产厂家。当然，前者才是品牌业务。

对此，肯定还存在着不同的看法，例如相对于进口品而言，伯克希尔－哈撒韦还是手握具有议价能力的细分产品（虽然这个细分市场可能处在收缩状态），但该公司还是在这个市场占有一席之地。

此外，就像所有与零售相关的业务一样，伯克希尔－哈撒韦所涉的显然是一种受到管理决策左右的业务。你可以从巴菲特的信中看出来（虽然是1965年之前许多年的事情了），这家企业的管理是比较差的，只是刚刚被以肯·切斯为首的管理团队接管（巴菲特视切斯为一位出色的经理人）。

由此，不难想象当时有几个因素预示伯克希尔－哈撒韦的业务将会反弹。

事实上，就像你将在表5-1中所看到的，在伯克希尔－哈撒韦公布的1961～1965年间5年的财务简报里[2]（正当巴菲特收购了该公司的多数股权之时），该企业利润表最上面的数字应该看起来还算稳定（一年上升一年下降，而非直线下降）。

表5-1　5年财务简报（1961～1965年）　（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

财年→	1965	1964	1963	1962	1961
销售额	49 300 685	49 982 830	40 590 679	53 259 302	47 722 281
扣除联邦所得税之前的净利润所得税	4 319 206	175 586	−684 811	−2 151 256	−393 054
相当于联邦所得税的已付（或应付）金额	2 040 000	50 000	−280 000	−1 140 000	−240 000
净利润（亏损）	2 279 206	125 586	−404 811	−1 011 256	−153 054
在外流通的普通股每股净利润（亏损）	2.24	0.11	−0.25	−0.63	−0.09
已付现金红利	—	—	—	160 738	1 205 535
每股已付现金红利	—	—	—	0.10	0.75
财产、工厂和设备的增加	811 812	288 608	665 813	3 454 069	4 020 542
运营资金	17 869 526	14 502 068	17 410 503	16 473 783	19 844 122
每股运营资金	17.56	12.75	10.83	10.25	12.35
股东权益	24 520 114	22 138 753	30 278 890	32 463 701	36 175 695
每股股东权益	24.10	19.46	18.84	20.20	22.51
在外流通的普通股	1 017 547	1 137 778	1 607 380	1 607 380	1 607 380

注：这里重复表述了从1961年年底到1964财年的净利润（亏损）和普通股每股利润（亏损），是为了强调相当于联邦所得税已付（或应付）的那笔金额。“在外流通的普通股”表现的是财年末所有在外流通股金额。

资料来源：Berkshire Hathaway，1965Annual Report，11.

当然，应该记住的是，在1965年以前，巴菲特利用自己的影响力，促成了一次该公司管理层的变化，即把肯·切斯引进到公司的决策执行层面，随后，切斯马上开始释放价值。这种做法让人联想起哈利·博伊尔在登普斯特的所为。

若要从1965年投资者的视角概括伯克希尔－哈撒韦的企业品性，我会把这家企业归为“执行类”的企业，即一家执行力居关键位置的企业，但相对于竞争对手来说，它却是一家没有内在结构性优势的企业。

这看起来，仍然像是一个出色的管理层就可以带企业走出困境。通常，这对一个精明的投资者来说，可能是一个非常难应对的投资项目，但如果不是单纯只看伯克希尔企业1963～1964年的表面情况，那么，你的看法会更正面一些。

不过，话又说回来，这家企业的长期风险依然如故，而且，在20世纪60年代之前，它的收入一直处在下滑状态。就伯克希尔－哈撒韦来说，它的关键问题是：相对于糟糕的管理而言，由结构性问题所引起的业绩下滑，到底占有多大的分量！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

沃伦·巴菲特这项投资的第2根支柱，显然是这家企业的估值。

巴菲特在1962～1965年，购买了伯克希尔－哈撒韦的股票，单股价格在7.60～15美元（均价为14.86美元）。[3] 就估值来说，你必须考虑一位投资者在彼时会如何评估这家企业。

表5-2和表5-3中[4] 含有伯克希尔－哈撒韦1965年10月2日财年结束日的利润表和资产负债表。最近，伯克希尔－哈撒韦在2014年年报中附了一份1964年年报的复印件；这可能是有兴趣的读者会参考的另一份文件。

表5-2　利润和留存收益的综合报表（1964～1965年）

（单位：美元）

利润综合报表	1965	1964
净收入	49 300 685	49 982 830
销售成本	42 478 984	47 382 337
毛利润额	6 821 701	2 600 493
销售、管理和行政开支	2 135 038	2 072 822
经营利润	4 686 663	527 671
其他减计项，净值	127 348	126 060
闲置工厂开支	240 109	226 025
	367 457	352 085
扣除联邦所得税之前的净利润	4 319 206	175 586
相当于联邦所得税的已付（或应付）金额	2 040 000	50 000
净利润	2 279 206	125 586
折旧和摊销	862 424	1 101 147
留存收益综合表		
年初余额	19 417 576	22 241 990
本年净利润	2 279 206	125 586
来自联邦所得税预付金额的多余金额所得税	2 040 000	50 000
库存股的清零	−2 967 714	—
将要销售财产的预计亏损额	−300 000	−3 000 000
年末余额	−20 469 068	−19 417 576

资料来源：Berkshire Hathaway，1965Annual Report，8.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表5-3　综合资产负债表（1964～1965年）（单位：美元）

资产	1965	1964
流动资产		
现金	775 504	920 089
可转让证券（包括 260 万美元的短期存款）计入了接近市场的成本	2 900 000	—
应收账款（减：呆账准备金，1965 年为 280 302 美元）	7 422 726	7 450 564
存货	10 277 178	11 689 145
预付的保险、税款和其他支出	196 391	190 563
流动资产总计	21 571 799	20 250 361
财产、工厂和设备		
财产包括土地、建筑、机器和设备	28 019 742	33 635 553
减：累积的折旧和摊销	19 593 163	21 853 689
	8 426 579	11 781 864
减：将要出售财产的预计亏损	1 809 132	4 210 621
	6 617 447	7 571 243
应收的抵押票据和其他资产	33 141	65 412
总资产	28 222 387	27 887 046
负债和所有者权益	**1965**	**1964**
流动负债		
应付票据——银行	—	2 500 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

负债和所有者权益	1965	1964
应付账款	2 581 585	2 096 726
应计未付工资和薪水	296 256	294 764
应计未付州和地区税款	441 951	365 112
应付的社会保障和预付税款	382 481	491 691
流动负债总计	3 702 273	5 748 293
所有者权益		
普通股（面值 5 美元）授权了 1 843 214 股，发行了 1 137 778 股	5 688 890	8 036 900
留存收益	20 469 068	19 417 576
	26 157 958	27 454 476
减：库藏普通股的成本（120 231 股）	1 637 844	5 315 723
	24 520 114	22 138 753
负债和所有者权益总计	28 222 387	27 887 046

资料来源：Berkshire Hathaway，1965Annual Report，6－7.

利润估值

假设伯克希尔－哈撒韦的股票价格是每股14.06美元（巴菲特累积计算的该公司股票的均价），回溯的企业价值/息税前利润（EV/EBIT）和价格/利润倍数（P/E），应该是表5-4所显示的相关数据。[5]

就像你所看到的，此时的伯克希尔－哈撒韦是这样一种典型企业：由于经营不善，导致盈利不稳，很难对估值倍数做出一个公允的评估。事实上，就在1964年的前一年，伯克希尔的税前折旧摊销利润值就是负的。

而且，如果投资者在1965年就认真阅读过这份年报（就像巴菲特肯定会做的那样），那么，他肯定会意识到正在发生一些有利的结构性变化。

就像肯·切斯在这份年度报告中“经营回顾”的部分所述，在1965年，美国国会通过了一项立法：“规定延长棉花单一价格政策至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1970年7月31日——这个价格能够使美国的纺织厂商以美国政府原来制定的价格继续购买美国的棉花（这也是卖给国外的棉花价格）。”

这项立法的第一次延期是在1964年通过的——这使得美国的纺织厂能够享受到美国政府所定价格带来的低成本棉花，帮助它们降低了所售产品的成本。

如果你把下述两种情况结合起来看，那么，你就会理解上述这些的确对当时的巴菲特产生了积极的影响：一是相当低的已售产品成本（显示在1965年的利润表里），二是这种政策的延期保障了下一个五年工厂有了某种合理的棉花定价。

借助于这些理解，如果你采用接近1965年的利润率（低于1964年及其之前的水平），那么，基于1965年的息税前利润的2.4倍的EV/EBIT估值，看起来非常低。即便可持续的利润率不是1965年的9.5%，而是区区的7.5%，那么，仅仅基于利润表顶层的数字，也应该是一个3倍的EV/EBIT估值（见表5-4）。

表5-4　EV/EBIT倍数

EV/EBIT	1964 年的实际值	1965 年的实际值
收入（百万美元）	50.0	49.3
息税前利润（百万美元）	0.53	4.68
息税前利润率	1.1%	9.5%
EV/EBIT	21.3	2.4

在1965年，肯·切斯报告了每股净收益（考虑了47%的税率）。他这样做的目的是为了“避免在没有结转亏损时，可能产生对未来收益的误解”。

在1964年和1965年间，这些税收还不是真正的成本。事实上，在1965年年末，伯克希尔还有大约500万美元没有结转的亏损，所以，在未来的1～2年，这些税收都不是真正的成本。就此，我在表5-5中包括了如同报告所示并经过调整的市盈率数字——它是基于伯克希尔公司该年份实际真正净收益的市盈率（PER）。

表5-5　市盈率倍数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

单位	1964 年实际值	1965 年实际值
每股利润（如报告所示）(美元)	0.11	2.24

（续）

单位	1964 年实际值	1965 年实际值
市盈率倍数（如报告所示）	134	6.6
每股净利润（调整过的）(美元)	0.15	4.24
市盈率倍数（调整过的）	98	3.5

在PER的词义里，有一个与EV/EBIT类似的情况：波动很大的盈利状况。鉴于先前同样的逻辑，基于1965年数字的PER看起来相当便宜，但和EV/EBIT相比还不是太便宜，因为伯克希尔还有360万美元的净现金头寸（每股3.62美元）。

另一个要点是：基于真实利润（我会在有关资产估值的下一节论述），该企业现金流的创造力要明显好于报告中净利润所示的可能性。

资产估值

在分析伯克希尔－哈撒韦公司资产的过程中，我将用表5-6和表5-7快速介绍下相关的信息。

表5-6　净金融负债/现金项目

	1964 年实际值	1965 年实际值	变动额
现金（百万美元）	0.92	0.78	−0.14
可转让证券（百万美元）	0	2.90	+2.90
金融负债总额（百万美元）	2.50	0	−2.50
净现金头寸（百万美元）	−1.58	3.68	+5.26
每股净现金（美元）	−1.39	3.62	+5.01

表5-7　净运营资金项目　（单位：百万美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1964 年实际值	1965 年实际值	变动额
应收账款	7.45	7.42	−0.03
存货	11.69	10.28	−1.41
应付账款	−2.10	−2.58	−0.48
净运营资金总额	17.04	15.12	−1.92

就像你能看到的，在1965年，甚至是在把股票价格与每股账面价值做比较之前，伯克希尔－哈撒韦公司的500万美元正向现金流就已经赫然在目了。依托这些现金，它偿付了250万美元的负债，并购入了一组市价290万美元的可转让证券。这些现金流部分来自净运营资金（肯·切斯显然改善了不少），但大部分源自现金利润（就像前面提及的，这一块比财报中给出的大，因为“税收”成本没有成为实际的成本）。

但最令人惊讶的是，一家总市值接近1130万美元的企业，在一年的时间里，创造的正现金流为530万美元！这意味着，如果伯克希尔－哈撒韦公司再有两年这种情形（即便在没有完全考虑已经实现的净现金流的情况下），投资人就可以无代价地获得整个企业了！相比于只是调研分析该企业的基本面或盈利状况来说，投资人只需要意识到这一点就会使得这个机会的吸引力大增！

以每股14.69美元的价格为基准，你可以从1965年10月2日为截止日的资产负债表的相关数据中看到，伯克希尔－哈撒韦公司的股票交易价格是低于其账面价值的。事实上，它的交易市价要低于下述两项价值的20%以上：净运营资金；净现金（以现金形式和可转让证券的形式持有）。

作为最后的要点，还没有考虑伯克希尔这家企业的土地、建筑和机器。如果认真阅读了该企业1965年的年报，你就会注意到在第5页肯·切斯的所述：在金－飞利浦分部的多数机器已经被出售，并会在来年把工厂的剩余部分处理掉。虽然它们的销售额会低于其账面价值，但就现金流而言，仍然是正数——说明这里还是蕴含着一些价值（见表5-8和表5-9）。

表5-8　面值科目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1964 年实际值	1965 年实际值	变动额
净现金流（百万美元）	−1.58	3.68	+5.26
净运营资金（百万美元）	17.04	15.12	−1.92
土地、建筑和机器（包括抵押票据）（百万美元）	7.64	6.65	−0.99
其他流动资产（百万美元）	0.19	0.20	+0.01
其他负债（百万美元）	−1.15	−1.12	+0.03
权益总计（百万美元）	22.14	24.53	+2.39
每股面值（美元）	19.46	24.11	+4.45

表5-9　价格/面值和价格/（净运营资金+净现金）

	1964 年实际值	1965 年实际值
股票价格（采用的）(美元）	14.69	14.69
每股面值（美元）	19.46	24.11
价格 / 面值	0.75	0.60
每股净运营资金 + 净现金流（美元）	13.59	18.48
价格 /（净运营资金 + 净现金）	1.08	0.79

如果你把所有这些信息拢到一起，那么，巴菲特在伯克希尔－哈撒韦所看中的东西，就会明显地浮现出来。对于详尽审视了这家企业的分析师来说，下述两项可实现价值的组合使得伯克希尔－哈撒韦这家企业看起来非常有吸引力：账面价值，创造现金流的强大能力。

通过阅读1965年11月1日和1966年1月20日巴菲特给股东的信函，你可以看到巴菲特在某种程度上，详述了伯克希尔－哈撒韦的面值折扣问题。他阐述道，在1965年12月31日，仅运营资金（在我的定义里包括净现金流）每股就有大约19美元。他接着说道，在计算伯克希尔－哈撒韦权益的公允价值时，他评估的企业价值在“净流动资产和账面价值之间……流动资产按全额计，固定资产按半价计”。基于来自资产负债表的数字，这意味着巴菲特看到的公允价值大约是（1/2）×24.11+（1/2）×18.48=21.30美元/股。每股14.69美元的价格意味着对该公司公允价值做了一个31%的折扣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

显然，这里包含一个资产价值的安全边际，而且，在某种程度上，这个案例让人想起登普斯特工厂和本杰明·格雷厄姆收购的那种流动资产净值法（net-net）。不过，要注意：在这个案例里有一个明确的与众不同之处（特别是按1965年的现金收益来看），伯克希尔－哈撒韦公司有很强的能力实现超出其已有资产价值的价值。

总之，看来伯克希尔－哈撒韦公司在估值上起作用的是一组资产的价值，外加创造现金流的潜力。1965年，在巴菲特购买了这家企业的大部分股份时，实际上，它已经历了若干积极的变化。

首先，在那个时候，对于所有织造工厂来说，政府政策的改变通常被视为一种积极的因素。其次，更重要的是，一个更有能力的新管理层刚刚接管企业。这家企业虽然处在一个暗藏风险且困难重重的市场，但若不是进行回溯，很难看出这是一家好的管理层能够做出一些改变的企业。

事实上，在1965年，巴菲特就评述道：“伯克希尔很难像施乐、仙童照相器材公司或市场竞争极为激烈的美国影视公司那样，有着丰厚的利润，但它是一个握在手里很舒服的那种东西。”[6] 总的来说，在我看来，伯克希尔－哈撒韦就是一项明智的投资，就像那个时代流动资产净值法的投资一样；然而，它并不是那种能解决终极问题的投资。

从事后的认知来看，显然，对伯克希尔来说，截至1980年，对美国纺织业不利的市场风险，已经达到了它无法承受的地步。后来，巴菲特开玩笑说，在遵循格雷厄姆雪茄蒂投资原理的过程中，人们通常会设法寻找还有最后一点价值的雪茄蒂，而伯克希尔则是连最后一点价值都没有的那种雪茄蒂。[7] 此外，还应该注意到，虽然这项投资常常被巴菲特说成是“错误”的，但从绝对意义上看，巴菲特并没有真正在此项目上亏钱。鉴于伯克希尔－哈撒韦1965年的盈利能力（肯定还包括20世纪60年代和70年代的几年），人们应该知道，这家业务萎缩的企业实际上还为巴菲特提供了一定的资金，投资了一些其他的公司，比如，始于1967年的国民保险公司收购案。

总的来看，伯克希尔－哈撒韦这个案例的投资经验和教训，好像要基于长期数据来梳理。其中的一个教训是：要十分小心收入或毛利已经经历了十年下降的企业，即便它的毛利在最后两三年还是正数。实际上，那些还延续了几年正数利润的企业，可能只是一支出色管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

团队努力的结果。但即便是再出色的管理团队，也无法克服那些结构性问题（它会使投资这类企业的投资人长时间地感到心焦难受）。另一个教训是，对于按照流动资产净值法进行的投资，并不意味着要长期持有这种企业。也就是说，也许购买这家企业不是一个大的错误，但问题是不把它卖掉或不对其施加控制且没有退出规划。在前面讨论过的按照流动资产净值法进行的投资（桑伯恩地图和登普斯特）里，在投资这些企业的几年之后，巴菲特有着明确的退出想法。但在伯克希尔－哈撒韦这个案例里，他却没有这种明确的打算。

总之，伯克希尔闻名遐迩的历史由此起步，而且，巴菲特自此与这家公司形影不离，即便是几年以后他修订了自己的投资标的（包括了那些可能不会总带来最佳收益，却有利于其员工利益的持股公司），也始终不离不弃。

行笔至此，让我们暂时偏离一下主题，看看当今的企业环境：在过往的十几年间，零售业遭遇到类似结构性问题的强袭。但这次的肇事者是互联网，而不是海外的进口。这里的经典案例莫如博德斯公司所遭遇的惨状以及某种程度上巴诺书店的遭遇。互联网模式的结构性效率（明确地彰显于亚马逊这类公司），使传统实体零售书店的业务模式逐步分崩离析。对博德斯来说，这意味着破产倒闭。但互联网并没有以同样的方式影响所有的零售企业。虽然巴诺公司的最终成功还有待于证明，但它在自己的书店内加入咖啡屋的做法，正在帮助它以阅读生活驿站的商业模式鹤立鸡群。在此，令人印象深刻的是，史密斯连锁书店（英国同行），在过往的十几年间，把它的连锁店转移到了人们的出行站点，如机场和火车站等，并增加了一些方便类商品，如盒装午餐、饮料和点心等。史密斯在把自己从一个书籍零售商转变为一个方便产品的零售商。

虽然书籍和杂志占据了货架空间的50%以上（仍是很大比重的销售额），但具有启示意义的是：如今史密斯顾客的平均消费低于5英镑（相当于7美元），这意味着多数购买都是冲动型。目前，该书商仍然面临着相当的风险：它接近一半的书店仍然处在非出行站点位置。但至少在集团层面，史密斯在过去几年不仅有了经营利润，而且利润还在持续增加！

我虽然不知道这个故事最终的结果，但它至少说明，面对凶恶的结构性衰退，有时还是能做一些事情的，虽然在更多情况下，人们可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能还是无计可施。因此，一位慎重的分析师必须清楚，一个具体的项目或投资，到底是可预测的，还是不可预测的。

巴菲特合伙年代的反思

我最初认为，巴菲特在早期的合伙年代，主要聚焦于便宜的雪茄蒂类投资，但事实彰显的却是，他涉及了许多不同种类的投资。此间，他既没有局限于投资本杰明·格雷厄姆型的雪茄蒂类便宜的投资机会，也不仅限于那些品质一流的企业。桑伯恩地图和登普斯特更多的是属于前一种类型，而美国运通公司只能归为后一类别。在这两者之间，巴菲特也投了一些特殊的项目，如在得州国民石油公司项目中的兼并套利项目，而且，就像在登普斯特的案例中所表现的，他乐意控制局面，在看到机会合宜时，快速实施变革。事实上，他还明显地使用了另一种投资策略，即中远期的配对交易。在1965年1月18日，在给予客户的年度公开信里，巴菲特写道：“我们最近开始了一种策略型做法，有望在很大程度上减少来自估值标准的巨变所引起的风险……（指那些价值被相对低估的公司）。”在巴菲特的合伙年代，虽然他所投的企业类型五花八门，但它们也表现出了几个关键的共性。首先，巴菲特似乎在有意避开处在这种情况之下的公司（即企业的基础面完全散架或正在烂掉）。即便是在桑伯恩地图、登普斯特和伯克希尔的案例里，巴菲特之所以做出投资决策，主要是基于它们的资产价值而非盈利能力（伯克希尔－哈撒韦是个例外，它两者兼之），而且，这些企业还都是处在尚有积极动能之时。通常，像伯克希尔和登普斯特这类企业存在执行的问题，会有一个管理层的变化，即一个有能力的新经理人领头取代一个糟糕的前管理团队。在桑伯恩地图、登普斯特和伯克希尔－哈撒韦的案例里，巴菲特明确地甄别出了这些企业在经营上需要改善的地方——这里需要一个积极的催化因素介入。最重要的是，在所有分析的案例里，巴菲特似乎只投那些仍然盈利的企业。具体到登普斯特这个案例里，虽然这家公司几乎要不盈利了，但它还是有那么一点利润。巴菲特回避那种快速烧钱的公司。我发现这是很重要的一点，因为市价低于资产净值的公司（虽然不常见）并非罕有。不过，在这类公司中，许多都是烧钱的类型，而且要使自己确信这类企业会鲤鱼翻身，也是很危险的——如果这种反转没有立刻发生的话，你就会失去整个投资。对于仍然盈利并有某种积极动能的公司来说，那种风险就会低得多。

其次，巴菲特会就其投资的企业做全面的基础性调研。这种调研包括对相关企业基本功能的详尽了解——在审视这些案例之前，我对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此是有疑心的。此外，它还包括了一个对管理层和所有权结构的全面了解，而且，相关事务详尽程度到了一种令我目瞪口呆的地步！在桑伯恩地图这个案例里，巴菲特当时就清楚地知道，其董事会是由哪些经理人所构成，甚至还清楚他们对桑伯恩的看法。在伯克希尔这个案例里，巴菲特不仅非常清楚这个企业的管理层，也熟稔该企业的前老板。

再次，对于那些不仅有主营业务的企业（最突出的例子就是美国运通），巴菲特还会极力去理解每个分支业务自身的经济性，他从不局限于只是从一个整体财务的视角去看待这类企业。由于这个缘故，在美国运通的这个例子里，他多半看到了其信用卡业务会有一个快速的增长（只是暂时受抑于公司的经营问题），而且，在1963年，这种恢复和增长的征兆就已显现。他还多半看出登普斯特并非唯一的一家风车业务完全衰颓的企业。这些所揭示出来的价值是，投资者不要仅仅聚焦于企业的财务指标。这些指标通常是在集团层面呈现，而且就理解企业的核心功能以及这些功能如何影响公司的财务走势来说，这些指标对投资者的作用极为有限。

在此，让我在巴菲特的投资研究和当代欧洲流行的投资研究之间，做一个类比。最近，我拜访了一家英国的媒体公司——每日邮报与综合信托有限公司（DMGT）。虽然它最初只是一家报业公司（一个经营着《每日邮报》的家族企业），但自20世纪90年代末以来，该公司逐渐累积了一批B2B的订阅业务。及至2012财年，这些B2B业务已经占据了其总收入的约50%和息税摊销折旧前利润的70%。剩余50%的收入和30%的息税摊销折旧前利润，则仍然来自原来的报纸业务——为方便之故，我称之为B2C（零售）业务。[8]

在没有太深地审视B2B和B2C业务的基本经济机理之前，投资者基于其过往十年间的综合财务数据所能看到的，是该公司徘徊不前的收入和利润。根据每日邮报与综合信托有限公司的综合财务数据，它在2001财年的收入是19.6亿英镑和相应的息税前利润1.92亿英镑（9.8%的息税前利润率）。在2011财年，对应的收入和息税前利润分别是19.9亿英镑和2.134亿英镑（10.7%的息税前利润率）。

仅仅基于财务数据，投资人会很容易地得出结论：这家企业没有太多的变化——总体而言，它是处在徘徊不前的状态。然而，真相远非如此！如果投资者深入探究这两个子业务的基本商业经济机理，就会看到更多的东西。例如，B2B业务的资本密集度要远远低于报纸业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

务，但经营利润率要高出不少。这里的相关含义是：随着报纸业务规模上的萎缩，B2B业务却在逐渐成长。而且，它的重置资本支出的需求，要远低于每日邮报与综合信托有限公司所要扣除的总体折旧水平，使它的现金创造力远高于利润处在停滞状态所具有的现金流能力。就集团的总体数据而言，这些数字内涵并不那么容易看出，因为有各种与报纸业务收缩相关的、意外的和重组的成本数据繁复其间。但如果你着力于理解这些独立的业务及其固有的特性，我相信你会更容易地看到那些表层之下的意味。实际上，说一千道一万，更佳的现金流创造力（它正在持续地增长）才是问题的核心，因为那才是投资者购买其股票的动因所在！

总之，若把巴菲特的这些案例与每日邮报与综合信托有限公司的案例联系起来看，我发现，如果一个投资者没有像巴菲特通常必做的那样，深入探究企业的各个分支业务，那么，他就会漏掉一个投资项目的许多方面，并且，这些可能就是他投资主体的核心部分！

[1] Andrew Kilpatrick, Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett (Mountain Brook, AL: AKPE,2006), 153.
[2] Berkshire Hathaway, 1965 Annual Report, 11.
[3] 巴菲特致巴菲特有限合伙企业合伙人的信，1966年1月20日。
[4] 非常感谢哈佛商学院贝克图书馆历史收藏室的工作人员，他们给予我机会，让我接触到了原始文件。
[5] 我计算企业价值（EV）的方法是：用14.69美元的股票价格，乘上流通股数量（1017547），再加上来自1965年年度报告资产负债表上368万美元的净现金额。我使用的企业价值是1130万美元（市价是1490万美元）。注意，在这一年，伯克希尔-哈撒韦从公开市场上回购了120231份自己的股票——该年初的流通股数量是1 137778。在1965年，每股利润计算所用的流通股数量是1017547。
[6] 巴菲特致巴菲特有限合伙企业合伙人的信，1966年1月20日。
[7] Alice Schroeder, The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life (New York: Bantam, 2008),277.
[8] 为了更准确地理解，我们应该注意：这部分业务会有些不同于每日邮报与综合信托有限公司自己的这部分业务——它包括的业务比报纸的相关业务稍稍多一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二部分　中期（1967～1988年）

1967～1988年，沃伦·巴菲特逐渐放弃了自己的投资合伙企业，开始带领伯克希尔－哈撒韦公司做投资，并将其作为自己的投资载体。此期，他开始更多地投资非上市企业，不仅在保险行业和区域银行逐渐积累自己的资产池，而且，在诸如内布拉斯加家具卖场和喜诗糖果等还获得了控股权。我们也观察到巴菲特投资风格的逐步改变：从投资资产价值大于交易价格的标的，转变到在决策投资时更多地考虑定性因素。

1967～1988年，整个经济环境比较复杂。

在20世纪60年代末，证券市场牛气冲天，指数高企，几乎没有什么有价值的投资机会。就是这种市场环境，促使巴菲特在1968年关闭了自己的投资合伙企业。1969年，证券市场最终爆发了首次崩盘，随后持续多年发生了一系列市场暴跌事件！20世纪70年代成为证券市场最为难熬的时期，期末的标普500指数跌回最初的水平。这期间还有两次主要的经济衰退，一次发生于1974年，还包括了现代证券史最大的崩盘事件之一，另一次是1979年。20世纪70年代后期通货膨胀开始失控，期末利率攀至15%！

20世纪80年代，由于保罗·沃尔克（Paul Volker）所执行的政策，通胀的势头得到了控制。随后，公司债繁荣、垃圾债崛起、并购盛行。此时，大型蓝筹公司也没有了安全感，因为出现了像伊万·波斯基（Ivan Boseky）这样的搅局者。不过，在1982年短暂的经济下行之后，出现了一个较长的经济繁荣期和金融市场的稳定期，一直到2000年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第6章　1967：国民保险公司

国民保险公司（National Indemnity Company）的故事述说着，在巴菲特早期投资生涯中，它所扮演的过往角色。这家公司的所有者是杰克·瑞沃茨（Jack Ringwalt）。在巴菲特当初创建自己的投资合伙企业时，正是这位奥马哈商人拒绝了5万美元投资巴菲特合伙制企业的机会。瑞沃茨公司的业务是对难以定价的风险提供保险服务，他公司的口号是“没有坏的风险，只有坏的费率”。了解瑞沃茨的人介绍，瑞沃茨的企业运作很成功，他似乎只在受挫于某事、处在特别沮丧之时，才有出售公司的念头，而且，这种念头大约一年也只有一次！1967年年初，通过一个共同的熟人，巴菲特了解到瑞沃茨正处于这种沮丧的情绪之中。根据艾丽斯·施罗德的讲述，此时伯克希尔－哈撒韦的收益率不佳，巴菲特正在寻找一家企业来优化这种状况，即期望将伯克希尔－哈撒韦公司的现金流，能够投入到一家收益率更为稳健的企业。国民保险公司正好完全符合巴菲特的要求。在一个简短的会晤和坚定的握手之后，巴菲特给瑞沃茨出价50美元/股买下公司——尽管他对该公司的估值只是35美元/股（见图6-1）。[1]

显而易见，巴菲特在这种基石性的业务里看到了巨大的发展前景！成立于1941年的国民保险公司主要承保专项险，最初主要做出租车责任险。在1967年之前，公司已经逐步拓宽业务范围，几乎成为一家更加通用的火险和伤害险的经营者。但使国民保险公司与众不同的是瑞沃茨的经营哲学。国民保险公司的创始原则是：对每一种合规的风险都有合适的费率，保险公司的核心永远都是做正确的评估，使承保利润落袋。所以，不像同时期的典型车险公司，国民保险公司愿意给长途卡车、出租车和租赁车辆提供人身意外伤害险。此外，还与同行相异的是，在某种承保业务没有利润的情况下，国民保险公司绝不追求这种业务的收入。这个原则也是国民保险公司管理良好的另一个核心要素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

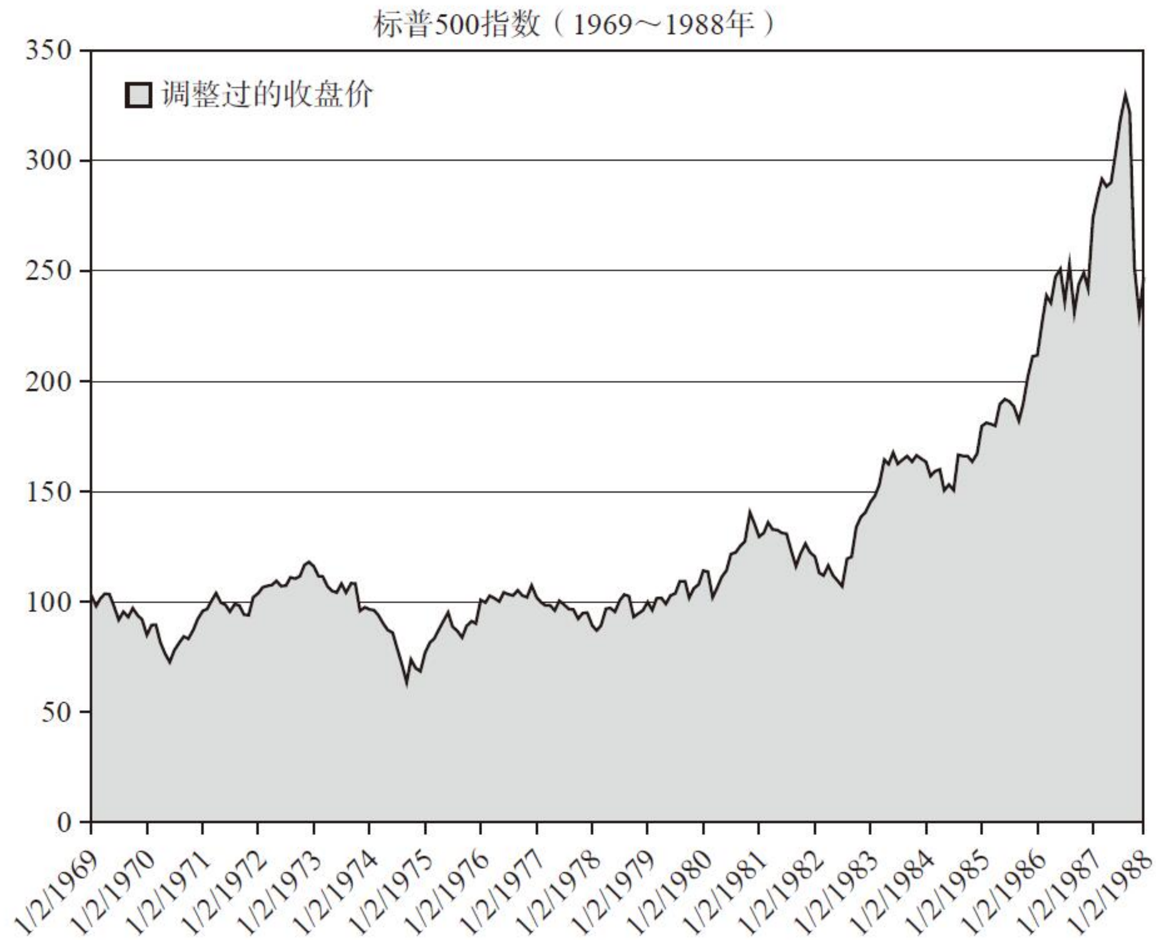


图　6-1

在1968年致股东的信中，巴菲特论述了购买国民保险公司这个案例。他对瑞沃茨大加赞赏："公司的一切都跟广告所言一致，或者比广告更好。"当一些保险公司刻意追求保费收入的增长时，国民保险公司却以盈利为目的，相对保守谨慎。

对于一家未上市公司，个人小额投资者无法获得国民保险公司的财务信息，但可以看到一个全景图：这家公司从一个四人的运营实体，成长为一个规模较大的企业，还是一家盈利的保险公司。不过，像巴菲特这样打算买下整个公司的投资人，很有可能获得公司的详细财务信息。当然，我们现在也可以从不同的来源获得这些财务信息，比如巴菲特致股东的信。1967年，国民保险公司的已赚保费为1680万美元，净利润为160万美元。1968年（作为伯克希尔－哈撒韦公司子公司的第1年），国民保险公司的已赚保费增长到2000万美元，净利润增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长到220万美元。[2] 对潜在投资人而言，国民保险公司至少是一个利润率稳固的成长型公司。

显然，巴菲特很看重这家公司的内在品质，并于1967年3月支付了860万美元买下国民保险公司（以及国民火灾和海洋险公司——它的附属公司）。基于公司160万美元的净利润计算，860万美元的购买价格对应的市盈率是5.4倍。仅就表面价值而言，即使假设承保利润具有天然的波动性，但对于任何一家运营良好的企业，这个估值水平也是相当便宜的。在1969年给合伙人的信里，巴菲特评述道，能创造接近20%的已用资金收益率的企业，意味着它可能内含某些结构性优势——这就使得相应的购买价格更有吸引力。[3]

更为重要的是，只要看看公司的资产构成就会发现，在企业的利润之外，巴菲特还得到了某种有意义的资产。那时，国民保险公司连同国民火灾与海洋险公司一共拥有价值超过2470万美元的债权投资组合，以及价值720万美元的股权投资组合——因此，巴菲特还可以管理一个超过3000万美元的投资组合。[4] 这个价值超过他860万美元购买对价的3倍多！尽管这家公司作为保险企业必然同时拥有相应的赔偿责任（意味着这笔资金不能简单返还给股东），但是，巴菲特似乎已经认识到这种企业的核心品质——募集资金并把它们投资于股票的能力。在第17章，我将对这种保险浮存金进行更为详细的论述。简而言之，浮存金的含义是：一旦顾客购买保单，保险公司立刻获得保费；在未来某个时点，当保单持有人索赔时，保险公司面临赔偿责任；保险公司将收取的部分保费留作应对每年的索赔之用，而余下的保费则可用于投资。这种保险公司持有但并不拥有的钱被称为保险浮存金（float），而巴菲特能用这些钱投资获益！

在买下国民保险公司不久，巴菲特开始成功地对它的保险浮存金进行了投资。在对国民保险公司（包括国民火灾与海洋险公司）的浮存金进行两年的组合投资后，它的投资组合价值从3200万美元上升到4200万美元。这就是巴菲特毕生痴情于保险企业的滥觞！此后，他持续不断地组织保险浮存金，并借此进行更大规模的投资！

[1] Alice Schroeder, The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life (New York: Bantam, 2008),302.
[2] Robert G. Hagstrom, The Warren Buffett Way: Investment Strategies of the World’s Greatest Investor(Hoboken NT: Wiley, 1997), 7. 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[3] 巴菲特致巴菲特有限合伙企业合伙人的信，1969年1月22日。

[4] Hagstrom, The Warren Buffett Way, 6－7.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第7章　1972：喜诗糖果公司

1972年，蓝筹邮票公司（伯克希尔－哈撒韦公司的子公司）的总裁告诉巴菲特：喜诗糖果公司（See’s Candies）正在出售！喜诗糖果公司于1921年由查尔斯·喜诗和他的母亲玛丽·喜诗在加利福尼亚州帕萨迪那创立，之后一直由喜诗家族经营，但是公司最后的主人哈利·喜诗想专心打理位于纳帕谷的葡萄园，于是想出售公司。蓝筹邮票公司的投资顾问罗伯特·弗兰赫提把这个交易机会介绍给总裁比尔·郎姆兹，比尔随即给巴菲特打了电话。

巴菲特立刻对它产生了兴趣——当然，不仅仅是因为他的妻子苏西非常喜欢吃糖。喜诗糖果不仅在加州家喻户晓，而且拥有一流品质的悠久美誉：在“二战”时的“糖配给”（原料短缺）时期，当别的糖果公司偷工减料，喜诗不仅保持配方不变，而且从不囤积居奇。喜诗有继续保持从前有利经营状况的潜质，和巴菲特曾经投资的有些企业大不相同！它不是一个“雪茄蒂型”的投资标的，而是一家拥有长期成功保障的高品质企业。尽管巴菲特曾经投资过高品质的成长企业，如著名的美国运通公司，但对喜诗糖果的收购则反映出他对这类企业的偏好，以及对这类企业做非公开交易的偏好。

由于喜诗糖果公司是一个非上市公司，潜在投资者可能无法轻易获得它的财务信息。假如他们有能力获得的话，那么，他们所见的喜诗糖果公司的财务状况，就会如下所示：1972年的收入为3130万美元，税后利润为210万美元（基于当时48%的公司所得税率计算，税前利润接近400万美元），企业的有形资产净值为800万美元。在运营方面，公司于1972年年底拥有167家店铺，年销售糖果1700万磅。[1]

以上数据计算出的已用有形资金收益率为26%。[2] 对于生产商品且无法享受轻资产商业模式的企业而言，这个水平的已用有形资金收益率无疑意味着一家高品质的企业——它能够提供的复合收益率要远远高于资金成本。潜在投资人可能会问：这个可观的大于25%的税后收益率可持续吗？换句话说，相比于一家拥有同样资产的可比公司，这家公司能够持续地产生更好的回报吗？有趣的是，根据伯克希尔－哈撒韦公司致股东的信，喜诗糖果这个品牌的影响力很大，尤其在美国西部——该公司的糖果产品占据了西部市场的主导份额。此外，喜诗糖果没有采取授权加盟模式，而且，遍布各地的自营连锁店匹配的都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是忠诚度很高的雇员。[3] 此外，喜诗糖果不仅几乎没有行业技术风险，而且，过往的财务业绩也持续稳定！总的来说，对于一个潜在投资人而言，这家公司看起来可以保持竞争优势，并可持续提供超过25%的已用有形资金收益率。

此外，作为潜在投资人，我要寻找的第二个特性是这家公司的成长性。通常，价值投资人并不愿意为成长性支付对价。但在这个案例里，估值的核心部分是公司“创造复利的能力”，所以，理解公司的成长性是不可或缺的。而且，即使一个公司有很高的已用有形资金收益率（ROTCE），但如果业务没有增长，那么，哪怕因此它比同行少投资，也得不到什么好处。评估一家产品导向的公司，我通常研究它历史上的产品销量和单价数据。鉴于喜诗糖果是以直营店作为自家产品的主要销售渠道，所以，我想看看它的单店可比数据以及门店数的增长。由于无法得到1972年之前的数据，考虑到喜诗糖果的业务较为稳定，因而，我们假设1972年之后的数据可以代表1972年之前的运营情况。表7-1汇总了这些相关数据。

表7-1　喜诗糖果运营数据（1972～1976年）

	单位	1976	1975	1974	1973	1972
收入	千美元	56 333 000	50 492 000	41 248 000	35 050 000	31 337 000
税后净营业利润	千美元	5 569 000	5 132 000	3 021 000	1 940 000	2 083 000
糖果销量	千磅	20 553 000	19 134 000	17 883 000	17 813 000	16 954 000
自营店	个	173	172	170	169	167
单店收入	美元	325 624	293 558	242 635	205 396	187 647

资料来源：基于1985年2月25日巴菲特致伯克希尔－哈撒韦股东的信第6页所呈数据重新汇总。

如表7-1所示，喜诗糖果每年的收入、税后营业利润到单店收入的每一个指标都保持增长（除1973年外）。1972～1976年，税后净营业利润（NOPAT）平均每年增长16%。因此，喜诗糖果既有较高的已用有形资金收益率（ROTCE），也有持续增长的潜力。在考虑当代潜在投资人如何看待它的业务之后，下一步需要研究两个相关问题：喜诗糖果公司的估值以及巴菲特支付的价格。

巴菲特花了2500万美元买下整个喜诗糖果公司。[4] 基于前面提到的盈利数据，购买价格对应的市盈率为11.9倍，企业价值/息税前利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

倍数为6.3倍。这显然不同于对伯克希尔－哈撒韦公司等公司的收购。若从极端低估值（5倍或以下）的传统理念来看，喜诗糖果的投资估值并不便宜。这更像美国运通的投资案例，巴菲特为这家企业支付了公允的价格。不同于一个以低于5倍市盈率所购买的公司，要使喜诗糖果（以11.9倍市盈率所购）具有安全边际 ，那么，只有这家企业能够创造远高于竞争对手的复合内部收益率才行。换言之，对于一个缺乏成长的公司，10～12倍的市盈率可能是公允的价格，但没有安全边际！同样，若一家企业能够增长，但其边际资本成本的增长，无法大大低于其增长价值，那么，这种增长的价值有限。所以，为了拥有安全边际，投资标的既应该有增长，还应有较高的已用有形资金收益率。由此看来，巴菲特似乎在喜诗糖果的项目上认可了增长的价值，并至少为它的一些成长性支付了对价。

为了理解成长性是如何在巴菲特的购买价格里定价的，让我给出一个相关的例子。为了确定购买股票时所愿意支付的价格，价值投资者通常会基于公司当期利润估算企业价值，随后，会加上一个30%的安全边际。但如果这位价值投资者并没有基于当期利润加上一个安全边际，而是愿意支付全价，那么，就会引出这么一个问题：价值投资者要求多快的增长才能弥补30%的安全边际？换句话说，要求多大的盈利增速才能使一家公司的内在价值，比另一家当前盈利水平相同，但没有增长的公司的价值高43%？ [5] 从数学上来说，这很直观明了。用喜诗糖果1972年的净利润210万美元作为基础。在不为成长性支付任何对价的情况下，假设这类公司的公允市盈率是10倍，要求30%的安全边际，那么，投资人愿意支付的价格就是1470万美元。在这个例子里，公司的公允价格是2100万美元，扣除30%安全边际的折扣后，得到愿意支付的价格1470万美元。再假设另一个投资人愿意支付全价2100万美元，那么，多快的增长才能提供30%的安全边际？为了获得这个百分比增幅，这家成长性企业所需的内生价值为3000万美元（即2100万美元的143%）。用永续年金公式 [6] ：现值=C/（r-g），就可以计算出，为得到3000万美元公允价值所需的净利润增幅。 [7] 这里具体的计算是：现值=公允价值=30.0=C/（r-g）=2.1/（0.1-g）→（0.1-g）=2.1/30.0→0.1=0.07+g→g=0.03，即解出的结果是年度增速为3%。这可能会让人有些吃惊，但为了获得3000万美元喜诗糖果的公允价值，数学上所要求的净利润增速确实是每年3%！

实际上，现实世界会稍稍复杂一些——但不会很复杂。首先，为实现30%的安全边际所需的3%的年增长是永续的年度增幅，而实际上没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有一个企业能够实现永远的增长。但考虑到这里所用的10%的较高贴现率，那么，最初几年的增长价值量最大。换言之，一个按永续增幅增长10年的企业已经获得了永续增长的大部分价值。其次，前面提到的3%增速是在不需要额外成本的情况下达成的，这对喜诗糖果这样的公司是不实际的。例如，喜诗糖果的已用有形资金收益率大约是25%；若公司增长3%，该增幅所需的资金大概是这个增量的1/4（假设新增业务与整体业务的资本密度一样）。考虑到业绩增长对额外资本的要求，像喜诗糖果这样的公司，实际需要大约4%的增速（而非3%）来实现30%的投资安全边际。

总体而言，即使考虑到了一些现实的复杂性，但还是要看清楚两个至关重要的点。第一，如果投资人对未来净利润增长有切实信心，即使它的增速并不高，每年仅有4%或5%，但这个增速还是有很大的价值——这相当于投资一个净利润几乎不增长的企业时，得到了一个30%的安全边际。第二，考虑到巴菲特给喜诗糖果11.9倍的市盈率估值，我们推测，他应该至少预测喜诗的业务能实现每年5%的净利润增长，并为此支付了对价。他还认为这种增长速度会持续好些年，因为他一般对类似投资标的只支付7倍的市盈率价格（估值用10倍市盈率，减去30%安全边际所需部分）——这里不考虑增长的因素。

现在，让我们回到对喜诗糖果业务质量的整体分析。看起来很明显的是，这家公司的业务满足了较高的已用有形资金收益率和高成长性的双重要求。在1972年得到这个投资机会时，巴菲特应该理解了这一点，而且还灵活地支付了在不考虑成长性时，不会支付的全价——在1972年年初，他有机会这么做。事实上，在1984年3月给股东的信里，巴菲特继续将自己对喜诗糖果未来前景的明确看法与其内在的运营水平联系起来：喜诗糖果比账面价值要值钱得多。它是一个品牌企业，它的产品能够以高于生产成本的价格销售，并且在未来也会继续拥有这种定价权。

喜诗糖果这个投资机会是一种非公开的交易，一般投资人很难获得这种机会。然而，这是巴菲特此期聚焦投资的、具有下述特征的好案例，即只需有限的额外资金投入，就能实现持续的成长。

从现在的视角来看，喜诗糖果可能是巴菲特最为成功的投资之一！2010年，喜诗糖果的收入为3.83亿美元，税前利润为8200万美元。2010年年末的账面净资产为4000万美元，这意味着自1972年以来，该公司只投入了3200万美元的额外资金。如果采用同样的11.9倍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市盈率，使用现在更为普遍的公司所得税率30%计算，喜诗糖果2010年的估值为6.83亿美元。在不考虑分给股东的股息现金的情况下，喜诗糖果现在的估值已经超出了最初购买价格的25倍！

[1] 1984年3月14日，巴菲特致伯克希尔－ 哈撒韦公司股东的信。
[2] 此处已用有形资金收益率=NOPAT/有形资本。
[3] 1984年3月14日，巴菲特致伯克希尔－ 哈撒韦公司股东的信
[4] 1984年3月14日，巴菲特致伯克希尔－ 哈撒韦公司股东的信的附件。
[5] 43%超过了必要的水平，因此要扣除其中的30%才能得到100%，即，143×0.7=100。
[6] Richard A. Breadley, Stewart C. Myers, and Franklin Allen, Principles of Corporate Finance (New York: McGraw-Hill, 2010), 46.
[7] 注意，这里我用的是10%的折扣率，暗含着10倍市盈率的公允价值乘数，这里假设公允价值=PV=C/0.1→公允价值=10×C。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第8章 1973：《华盛顿邮报》

1877年，斯蒂尔森·哈钦斯创立了《华盛顿邮报》（Washington Post），但在之后几十年里被几个私营业主不断购买和出售，其中包括《辛辛那提问询报》的所有者约翰·麦克莱恩。在经过麦克莱恩儿子的糟糕管理之后，《华盛顿邮报》在20世纪30年代陷入了资不抵债的惨境。

1933年，公司破产清算后被尤金·梅耶收购。之后梅耶的女婿利普·格雷厄姆和女儿凯瑟琳·格雷厄姆都在这份报刊的历史上，扮演了重要的角色。作为一家公司，1971年，《华盛顿邮报》（见图8-1）挂牌上市。然而，1973年，董事长弗里茨·毕比意外去世，凯瑟琳·格雷厄姆成为第一个《财富》500强公司的女董事长。



图 8-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也就是在1972～1973年，巴菲特开始逐渐购入这家公司的股份。及至1973年年底，巴菲特已经累计购买了该公司大约10%的股权。[1]

在巴菲特开始投资《华盛顿邮报》之前，该公司1971年和1972年的年度报告提供了潜在投资者应该知晓的信息。我在本章末尾摘录了其合并的财务报表。

首先，我们需要认真分析一下这家公司的相关业务。《华盛顿邮报》公司有3个主要业务部门。[2] 笔者基于它们1972年的相关财务数据，已在表8-1中概述了每个业务部门在整个公司的相对重要性。

通过表8-1可以看出，报纸部门那时明显还是最重要的部门，占了整个公司利润的近一半。但其他两个部门在财务上也有相当的重要性。

表8-1　业务数据总览（1972年）

业务	收入（百万美元）	收入占比（%）	息税前利润占比（%）	息税前利润率（%）
报纸出版	99.8	46	47	10.2
杂志与书籍出版	93.8	43	26	6.0
广播	24.3	11	27	24.4
总计	217.9	100	100	10

资料来源：The Washington Post Company，1972Annual Report，2.

更仔细地研读这份年报可以很快发现，它所含信息量比其他大多数上市公司的年报都大，对重要运营指标有很多的论述。笔者认为，这表现出该公司的管理团队是一个专注的管理团队，是一个明白自己在干什么的管理团队。

报告始于约翰·普雷斯科特对报纸业务的论述。具体来说，他详细叙述了《华盛顿每日新闻》（Washington Daily News）1972年7月停刊时，这个市场上所出现的结构性变化。这对该公司有兴趣的投资者来说，是一个极其有意义的事件。首先，这件事让华盛顿市场上三份日报中的一份从此消失，也就自动使得那些还想读报的读者转向剩下两家。此外，相比于三个竞争者的多寡头垄断环境，其中的玩家更喜欢双寡头垄断的市场环境，至少笔者观察的竞争动态如此。通常这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

种情况下，竞争行为会更加理性，意味着更少的价格战和更高的利润率。

就运营指标来说，下述这些相关的实际数据可谓绝对地给力！广告数量增长了650万条，比前一年的7300万条增长了近9%。就市场占有率来说，这个数字意味着本地都市报所有广告数量的63%。它的日报的发行量增长了1%（约6000份），周日刊的发行量增长2%（约15000份）。尽管看百分比数字并不惊艳，但是报告指出：相比于剩下的那个主要竞争对手《星报》（Star-News），它们已经高出了许多。这表示《华盛顿邮报》正在获得更多的市场份额。普雷斯科特引用了一家叫西蒙斯的独立机构出具的市场研究数据，它显示这个市场上3/5，也就是60%的成年人在阅读《华盛顿邮报》！接着，他将这些数字和美国其他具有领先市场地位的报刊进行比较。笔者发现这个做法非常具有说服力：约翰·普雷斯科特不仅说明《华盛顿邮报》公司的确是一个很好的企业，而且，也显示自己是一个依据关键指标决策且熟悉竞争态势的管理者。总的来说，《华盛顿邮报》公司的核心报纸业务非常出色！

第二个论述的业务部门是杂志与书籍出版部门。它主要的资产就是杂志《新闻周刊》（Newsweek），按当时的广告收入计，它在全国所有杂志中排名第4。部门主管欧斯本·伊利奥特说，对于《新闻周刊》来说，1972年是创纪录的一年：收入同比增长8%，每周发行增量是12.5万份（约5%），从每周260万增长到275万。就像报告的他处所呈，这些数据都是来自独立的第三方（美国出版商信息局）。

在运营上，1972年是一个标志性的年份：资深的《新闻周刊》管理团队重新接掌这家报纸的管理责任（他们在60年代做得非常成功）；强化了部门管理，包括伊利奥特本人接任了编辑主管一职，而吉布森·麦凯布和罗伯特·坎贝尔分别转而去领导运营和出版。他们专注于读者重视的内容，使《新闻周刊》在那年赢得了11个重要的新闻奖项，包括全美律师协会木槌奖（American Bar Association Gavel）、杰拉尔德勒布奖（G.M.Leob Award）和海外记者俱乐部奖（Overseas Press Club Award）。看起来，《新闻周刊》不仅像《华盛顿邮报》一样运行完全正常，还在最终表现了它面临的继续向海外扩张的发展机会。

《华盛顿邮报》公司的最后一个业务是广播电视业务“后新闻周刊”（Post-Newsweek）。部门负责人拉瑞·伊斯雷尔所呈的具体市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

份额数据和第三方奖项要少些。然而，你还是可以感觉到有关这些业务非常的积极动态。伊斯雷尔说到了一个成功完成的收购（康涅狄格州哈特福德的WTIC-TV），但他主要阐述了广播电视业务所创的本地媒体内容有多么成功！

不过，就这个部门来说，不可能万事如意，还是有些负面的信息。有两个电视台（杰克逊维尔的WJXT-TV和迈阿密的WPLG-TV）的许可证展期面临着两大竞争挑战。伊斯雷尔精心尝试着淡化这类风险，用成功的先例和审判类似案例相关的法律原则，来说明集团的积极解决方案。但对于不了解广播电视法规内在运作的投资者来说，他们不可能完全信服这种解说。实际上，这就是需要评估的风险之处。

抛开这个潜在的结构性问题，我们可以通过1972年年报第2页这个部门的数字，来量化它的成功程度。1972年，广播电视业务收入同比实现从2080万美元，增长17%到2430万美元，营业利润从380万美元，同比增长55%到590万美元。若考虑到这是出自相同的一组电视频道与无线电台，而且这种业务是一类相对稳定业务，那么，这种财务表现就的确惊艳了！尽管当时论述了一个WTIC-TV的大宗并购项目，但是直到2013年1月才完成。所以，笔者认为既然在1972年的部门回顾中没有谈到别的并购项目，那么，前面提到的财务业绩增长就算不全是，也应该大部分来自内生性的有机增长。

如果从集团层面综合来看业绩，总的经营情况应该是非常出色，作为一位当代的投资者，我坦率地说，这些是都难以置信的！如果报纸和杂志部门展示的不是客观独立的市场数据，笔者的确会因为怀疑管理层过于乐观，会设法去核查原始数据。

年报附注的第1项是《华盛顿邮报》的10年回顾（年报的第22～23页）。在这10年间，收入每年都在增长，从8550万美元到2.178亿美元，录得了11%的年增幅。报告期的营业利润有些波动，并非每年都在增长，却显得更为实际。如果我们来看这10年的整体情况，营业利润从940万美元增长到2180万美元，10%的年增幅略微低于同期的收入增幅。这意味着利润还没有从正不断扩张的业务所得中大规模地表现出来，但是笔者并不将其视作不利因素。如果1972年的利润跃上一个高峰（营业利润率从1971年的7.9%增长到10%）是我的担忧之一，那么，这10年间7.8%到12.2%的营业利润率波幅范围则会让人安之若素，因为这使得1972年10%的利润率正好居中。这意味着如果管理层称职的话（年报里也的确有些这种表现），利润率很有可能会随着运营效率的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

提升而增长。事实上，由于1972年业务体量比1968年更大，那么，可以合理推测，在良好的管理之下，潜在利润率将会比1968年的12.2%更高！

现在，让我们转到《华盛顿邮报》的财务评述和财务报表。对于潜在投资者来说，这里有两个令人担忧的科目，需要进一步核实。第一，表中的退休账户部分。像当时其他媒体企业一样，《华盛顿邮报》有针对雇员的固定福利退休养老金负债。这一直是一个大问题，尤其在欧洲公司。它制造了不确定性，而且如果管理不当，很可能会造成重复的资金需求。这份年报的第14页说道，“这些养老金计划的应付费用和义务所需资金完全到位”，但是在年报这部分的后面，有一组和报纸经销商激励计划有关的部分，其资金没有到位。在1972年，这组计划项下支出的费用金额高达360万美元。这并非小事一桩，但是整体来说，在没有进一步核查的情况下，退休养老金计划看起来还是一个可控的问题。

第二，有关股本存量和股票期权（阐述于1972年年报第16页）。1971年上市时，公司实行了优先认股计划，保留了365000股普通股，其中279650股为对应发行在外的股票期权，64175股可以之后分配。尽管1971年前已经有了发行在外的股票期权，且两类普通股的存在让事情更加复杂，但为了简单起见，我们只看1972年年底的279650股发行在外的股票期权，并关注它们何时行权。

根据英国保险业协会的定义，[3]一般好的做法是10年内分配不超过10%的股本，也就是每年1%。尽管1972～1975年的数量超过了这个经验法则，但是像这样首次公开募股（IPO）时多给一些期权，也并不罕见。让人感到放心的是，首次公开募股的价格是每股25.18美元，[4]这些期权平均行权价格是每股26美元，略高于首次公开募股价格，或上下波动于即期的市价（见表8-2）。所以总体来看，这些事就没有那么令人担忧了。

表8-2　股票期权分析（1972年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可行权日期	股数	平均期权价格（美元）	稀释影响（占流动股数比例）(%)[①]
1972 年年末	65.625	26	1.4
1973 年年末	71.300	26	1.5
1974 年年末	69.800	26	1.4
1975 年年末	69.050	26	1.4
⋮	⋮	⋮	⋮
1960 年年末	3.875	26	0.1
总计	**214.025**	**约每股 26**	**5.8**

①这是用1972年流通普通股数的加权平均数计算的，即4806802。

最后，让我转到公司的财务报表（在1972年年报的第17～21页）。要想评估《华盛顿邮报》整体的业务质量，投资者需要计算它的已用有形资金收益率，因为这是衡量企业一种重要能力的指标，即一种业务是否可以创造高于可比业务成本的收益指标（见表8-3）。

表8-3　已用资金总额分析（1972年）

项目	已用资金（百万美元）	占收入比例（%）
固定资产	46.2	21.2
未计商誉的无形资产	0[①]	0.0
存货	3.8	1.7
应收账款	25.8	11.6
应付账款	−19.4	−8.9
已用资金总额	**56.4**	**25.6**

①基于《华盛顿邮报》年度报告第14页对资产负债表项目的定义，“商誉与其他无形资产”为“收购日收购子公司超过有形资产相关公允价值的部分”，笔者假设所有商誉与其他无形资产均为商誉，且没有要摊销的无形资产。

为了计算已用有形资金收益率，如果我们把未计1000万美元特殊项目的税后净营业利润作为收益，并把5580万美元作为已用有形资金，那么，我们得到的就是17.9%的已用有形资金收益率。这个数字说明企业有非常好的内生性的复利增长能力。因为过去10年间企业每年增长11%，所以，我们可以肯定这家企业是一个很好的复利生成器。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最后，轮到对企业进行估值了。一个理性的做法是使用传统的估值指标：企业价值/息税前利润和市盈率。在1975年年底给伯克希尔－哈撒韦股东信的第3页中，巴菲特阐述了公司“（当时）最大的股权投资是用1060万美元买下了《华盛顿邮报》467150股B股”。巴菲特大概每股花了22.69美元。注意，467150股大约占了该公司当时普通流通股总数的10%。从股票价格波动的其他记录来源可知，《华盛顿邮报》的股票在上市后的第一次挂牌交易价格是每股26美元，但在1973年却跌至每股16美元。[5] 这是基于第三方对当时股票市场信息的记录所得，但笔者相信这次下行是由于受到了下述双重因素影响的结果：宏观经济不良预期；与《华盛顿邮报》相关的负面舆论。这种负面舆论与《华盛顿邮报》对水门事件的调查有关（这次调查导致了尼克松总统的辞职），还有前面提到的广播电台许可证延期危机（也被认为很可能是出自尼克松之意）。事实上，在年报第5页，毕比和格雷厄姆做了相关的暗示，“政府和媒体间的对手关系不足为怪，和合众国一样古老。但对新闻界的我们，过去几年这种强烈的敌意关系一直令人不安。”

就每股22.69美元的股价（巴菲特逐渐买入该股的均价）来说，它对应的企业价值/息税前利润和市盈率的回溯倍数应如表8-4和表8-5所示。[6] 注意：这个价格大约比该股1973年52周的低位高出40%。

表 8-4

企业价值 / 息税前利润	1971 年实际	1972 年实际
收入（百万美元）	192.7	217.8
息税前利润（百万美元）	15.2	21.8
息税前利润率（%）	7.9	10.0
企业价值 / 息税前利润	7.7 倍	5.3 倍

以今天的标准来看，像《华盛顿邮报》这样高质量的公司，5.3倍的企业价值/息税前利润估值（基于过往一整年的数据），看起来就非常便宜了。然而，这里可能有些误导。从利润表中我们发现，1971年和1972年公司支付的总税率分别达到了50.2%和49.5%，和现在多数公司支付的约30%税率相比，可以说十分不利。实际上，从表8-5中可以看出，这种现象是因为当时非常流行的联邦企业所得税政策所致。

表 8-5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市盈率	1971 年实际	1972 年实际
每股收益（调整后）(美元)	1.52	2.08
市盈率	14.9 倍	10.9 倍

实际上，1973年更高的税率意味着：对于相同的息税前利润，当时股东所能得到的现金利润要少于当今股东的所得。如果对这个因素进行调整，在今天30%税率下可比企业的价值/息税前利润应为7.5倍。当说到可比性时，这里具体是指：企业价值/息税前利润中的息税前利润，是能带来1973年《华盛顿邮报》实现的、可比税后净营业利润的那个息税前利润。对于处在增长中的好企业，7.5倍的企业价值/息税前利润仍然便宜，但并没有离谱！

再看市盈率，这里仍旧是一个比较温和的估值。

注意，这里使用的调整后每股收益，没有包括特殊项目或相关调整项差额，这些在年报第17页中合并利润表下已经标注。这样做的目的只是想基于这个企业所创造的利润，来做估值判断。在1972财年，《华盛顿邮报》公司的市盈率是10.9倍。鉴于它高品质的业务和基于较高已用有形资金回报率（复利能力强）基础上的增长，这个倍数使该公司的估值再一次表现出便宜的属性！

我们可以这样来概括《华盛顿邮报》的估值：它似乎是巴菲特以适当的估值倍数，获得了一个内生复利能力和成长性俱佳的企业。根据盈利能力标准和1973年年初投资者所获的信息，这还不是一个最低的估值。即便如此，当巴菲特开始买入时，这时的价格比他的平均值低，而且，在他持续买入，并意图累计持有该公司10%的股份，这个难度的确要远远大于一个小投资者仅购买小额股票的遭遇。

这里有两点值得我们学习揣摩。第一，就像美国运通的案例一样，《华盛顿邮报》这个案例涉及的是一个高品质的企业：它在保持10年增长的同时，还享有创造一流已用有形资金收益率的能力。在这个案例里，这个企业是以一个便宜的价格出售的，但并不离谱。第二，鉴于年报中给出了详细的发行量和竞争情况的相关数据，所以很明显，仔细阅读的投资者可以找到高质量信息。

从此，巴菲特和格雷厄姆开始了他们一生的友谊。在1974年秋，巴菲特成为《华盛顿邮报》的董事，随后成了格雷厄姆非常信任的顾问，并给她灌输了保守的资本配置的思想，使她成为一个不会为并购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

花冤枉钱，但也会偶尔错过也许是非常出色的发展机会的CEO。然而，巴菲特对格雷厄姆最大的影响是：给她灌输了对股东友好的思维模式和对高效经营的专注。及至1985年，公司的营业利润率已经从1974年的10%增长到了19%。在这期间，《华盛顿邮报》也用剩余现金回购了公司几乎40%的股份。因此，公司的净利润增长超过7倍，而每股收益却增长了10倍（见表8-6～表8-9）！[7]

表8-6　历史最高税率和最高税级（1909～2010年）

年份	最高税率（%）	最高税级（美元）	年份	最高税率（%）	最高税级（美元）	年份	最高税率（%）	最高税级（美元）
1909	1		1930	12		1951	51	25 000
1910	1		1931	12		1952	52	25 000
1911	1		1932	13.75		1953	52	25 000
1912	1		1933	13.75		1954	52	25 000
1913	1		1934	13.75		1955	52	25 000
1914	1		1935	13.75		1956	52	25 000
1915	1		1936	15	40 000	1957	52	25 000
1916	2		1937	15	40 000	1958	52	25 000
1917	6		1938	19	25 000	1959	52	25 000
1918	12		1939	19	25 000	1960	52	25 000
1919	10		1940	24	38 566	1961	52	25 000
1920	10		1941	31	38 462	1962	52	25 000
1921	10		1942	40	50 000	1963	52	25 000
1922	12.50		1943	40	50 000	1964	50	25 000
1923	12.50		1944	40	50 000	1965	48	25 000
1924	12.50		1945	40	50 000	1966	48	25 000
1925	13		1946	38	50 000	1967	48	25 000
1926	13.50		1947	38	50 000	1968	52.80	25 000
1927	13.50		1948	38	50 000	1969	52.80	25 000
1928	12		1949	38	50 000	1970	49.20	25 000
1929	11		1950	42	25 000	1971	48	25 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

年份	最高税率（%）	最高税级（美元）	年份	最高税率（%）	最高税级（美元）	年份	最高税率（%）	最高税级（美元）
1972	48	25 000	1985	46	1 405 000	1998	35	18 333 333
1973	48	25 000	1986	46	1 405 000	1999	35	18 333 333
1974	48	25 000	1987	40	1 405 000	2000	35	18 333 333
1975	48	50 000	1988	34	335 000	2001	35	18 333 333
1976	48	50 000	1989	34	335 000	2002	35	18 333 333
1977	48	50 000	1990	34	335 000	2003	35	18 333 333
1978	48	50 000	1991	34	335 000	2004	35	18 333 333
1979	46	100 000	1992	34	18 333 333	2005	35	18 333 333
1980	46	100 000	1993	35	18 333 333	2006	35	18 333 333
1981	46	100 000	1994	35	18 333 333	2007	35	18 333 333
1982	46	100 000	1995	35	18 333 333	2008	35	18 333 333
1983	46	100 000	1996	35	18 333 333	2009	35	18 333 333
1984	46	1 405 000	1997	35	18 333 333	2010	35	18 333 333

资料来源：Office of Tax Policy Research，1909－2001：World Tax Database. http://www.wtdb.org/index.html. Accessed October 17, 2002. 2002－2010 ：Internal Revenue Service，Instructions for Form 1120.

表8-7　利润表（1971～1972年）　（单位：美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1972	1971
营业收入		
广告	166 100 000	147 633 000
发行	47 421 000	42 397 000
其他	4 323 000	2 719 000
总营业收入	217 844 000	192 749 000
成本与费用		
营业成本	146 644 000	133 869 000
销售与管理费用	46 254 000	41 250 000
折旧与摊销	3 140 000	2 436 000
总成本与费用	196 038 000	177 555 000
营业利润	21 806 000	15 194 000
其他收入或支出		
其他收入（包括利息）	1 143 000	1 091 000
其他支出（包括利息）	−3 240 000	−3 275 000
联营公司股权收益	512 000	509 000
合计其他收入或支出	−1 585 000	−1 675 000
未计所得税、特殊项目和特别差额调整的利润	20 221 000	13 519 000
所得税		
当前应付税额	7 485 000	5 698 000
递延税额	2 721 000	1 037 000
合计所得税	10 206 000	6 735 000
未计特殊项目与特别差额调整的利润	10 015 000	6 784 000
特殊项目	−283 000	387 000
特别差额调整①	—	4 586 000
净利润	9 732 000	11 757 000
普通股和等同普通股每股收益		
未计特殊项目与特别差额调整的每股收益	2.08	1.52
每股特殊项目	0.06	0.09
每股特别差额调整	—	1.04
每股净利润	2.02	2.65

①1971年前由于杂志订阅采购和书籍促销费用会计方法调整造成的差额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资料来源：Washington Post，1972Annual Report，17.

表8-8　资产负债表（1972年1～12月）　（单位：美元）

资产	1972 年 12 月	1972 年 1 月
流动资产		
现金与定期存款	10 215 000	10 268 000
商业本票（接近市场价值的成本）	19 635 000	15 224 000
应收账款，减去预估退货、266.3 万美元和 234.2 万美元坏账和折扣	25 195 000	19 992 000
存货（以均价或市价孰低估值）	3 801 000	4 641 000
预付费用与其他	2 908 000	2 012 000
	61 754 000	52 137 000
对联营公司的投资		
鲍瓦特默西河纸业有限公司	8 649 000	8 834 000
其他	2 679 000	1 736 000
	11 328 000	10 570 000
工厂与设备（按建造成本）		
建筑	30 185 000	16 258 000
机器、设备与固定投资	34 412 000	25 549 000
租赁固定资产改良	2 473 000	2 378 000
	67 070 000	44 185 000
减去累计折旧与摊销	−27 625 000	−25 796 000
	39 445 000	18 389 000
土地	6 403 000	6 403 000
在建工程	323 000	16 323 000
	46 171 000	41 115 000
商誉与其他无形资产	36 860 000	37 517 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

资产	1972 年 12 月	1972 年 1 月
递延费用与其他资产	4 918 000	4 353 000
	161 031 000	145 692 000
负债与所有者权益		
流动负债		
应付账款与应计费用	19 437 000	17 368 000
联邦与州所得税	3 142 000	735 000
应缴员工福利信托基金	1 316 000	837 000
长期借款的即期部分	1 734 000	797 000
	25 629 000	19 737 000
其他负债	5 529 000	5 467 000
长期借款	35 436 000	38 033 000
递延订阅收入减去相关杂志订阅采购费用	8 973 000	7 900 000
递延所得税	6 077 000	3 891 000
子公司少数股东权益	356 000	313 000
所有者权益		
优先股，面值 1 美元，授权 1 000 000 股		
普通股：		
A 股普通股，面值 1 美元，授权 1 000 000 股，发行且流动在外 763 440 股	763 000	763 000
B 股普通股，面值 1 美元，授权 10 000 000 股，发行 4 304 040 股，流动在外 3 982 888 股和 3 993 257 股	4 304 000	4 304 000
资本溢价	10 149 000	10 079 000
留存收益	68 835 000	60 052 000
减去 B 股库存股 321 152 股和 310 783 股的成本	−5 020 000	−4 847 000
合计所有者权益	79 031 000	70 351 000
	161 031 000	145 692 000

资料来源：Washington Post，1972Annual Report，18－19.

表8-9　现金流量表（1971～1972年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1972 年	1971 年
现金流入		
运营		
净利润	9 732 000	11 757 000
减：1971 年没有影响到营运资金的特别差额调整	—	−4 300 000
	9 732 000	7 457 000
工厂与生产设备的折旧与摊销	3 140 000	2 436 000
递延影片成本摊销	1 661 000	1 306 000
所得税时间性差异	2 186 000	808 000
出售《美术新闻》商誉	650 000	—
其他	386 000	296 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

	1972 年	1971 年
	17 755 000	12 303 000
长期借款增加额	—	8 222 000
递延订阅收入增加额	2 575 000	875 000
发行 B 股股票所得	161 000	929 000
股票期权		
公开发售和员工购买	—	15 025 000
《新闻周刊》员工储蓄计划信托	—	58 000
其他	375 000	118 000
	20 866 000	37 530 000
现金流出		
工厂与生产设备	8 820 000	13 748 000
电视电影版权	2 232 000	1 449 000
库存股	307 000	530 000
长期借款减少额	2 597 000	10 061 000
递延杂志订阅采购费用增加额	1 502 000	1 128 000
普通股股利分红	949 000	871 000
其他投资增加额	700 000	—
其他	34 000	319 000
	17 141 000	28 106 000
营运资金净增加额	3 725 000	9 424 000
营运资金组成部分变化		
流动资产增加额或减少额		
现金与定期存款	−53 000	1 231 000
商业票据与本票	4 411 000	3 815 000
应收账款	5 203 000	99 000
存货	−840 000	922 000
预付费用与其他	896 000	348 000
	9 617 000	6 415 000
流动负债增加额或减少额		
应付账款与应计费用	−2 069 000	−1 980 000
应付股利	—	200 000
联邦与州所得税	−2 407 000	1 116 000
应缴员工福利信托基金	−479 000	1 157 000
长期借款的即期部分	−937 000	2 516 000
	−5 592 000	3 009 000
营运资金净增加额	3 725 000	9 424 000

资料来源：Washington Post，1972Annual Report，20.

[1] Roger Lowenstein, Buffett: The Making of an American Capitalist (New York: Random House, 2008),193.
[2] Washington Post, Annual Report 1972, 2.
[3] 英国保险业协会出版了有关股份激励计划的指南（内含一些被认为是公平合理的优良习惯做法）。最新一版的出版时间是2012年11月。http://www.abi.org.uk。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[4] 首次公开发行的细节是出售了621375份B类股，筹资15025000美元，意味着IP 的价格是每股24.18美元，或15.9倍的市盈率（基于1971年未计特殊项目的每股1.52美元稀释利润）。

[5] Andrew Kilpatrick, Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett (Mountain Brook, AL: AKPE,2006), 201－202. 注意：基尔帕特里克是用拆分调整过的价格来求取该股票未经调整的价格；我乘上了一个4。

[6] 我计算企业价值的方法是：22.69美元的股价乘上流通股数量，加上1972年年末730万美元的净负债（来自年报的资产负债表）。我使用的企业价值是1.163亿美元（当时的市价总值是1.09亿美元）。

[7] Lowenstein, Buffett, 193.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第9章　1976：政府雇员保险公司

沃伦·巴菲特在汽车保险公司（政府雇员保险公司）的投资持续了数十年，经历了诸多波折反转。政府雇员保险公司（Government Employees Insurance Company，GEICO）是一家汽车保险公司。巴菲特在哥伦比亚大学商学院求学时就知道这家保险公司，因为那时他的教授兼导师本杰明·格雷厄姆在该公司任董事。出于好奇，巴菲特开始研究政府雇员保险公司（见图9-1），并引出了一个广为流传的轶事：一个周六的早上，年轻的巴菲特去参观政府雇员保险公司的总部，但那里除了一个门卫和一名叫洛里默·戴维森的投资主管，并没有其他人。后来，这位戴维森成为这家公司的首席执行官，而巴菲特最终成为整个公司的老板！

在这次令人难忘的拜访后，巴菲特很快意识到了其商业模式的力量，并首次投资了政府雇员保险公司。与其他类似公司相比不同的是，政府雇员保险公司直接向客户销售保险，而非通过保险代理人销售。因此，这家公司的承保成本只是其收入的13%，而非其他保险公司所需的30%。政府雇员保险公司能够将一部分省下的成本，通过较为便宜的保险价格补贴给客户。而且，政府雇员保险公司迎合了总体风险较低的目标客户群的需求。1951年政府雇员保险公司股票的交易价是42美元/股，大约是其近期盈利水平的8倍。看到其高成长性、有竞争力的成本和优质的客户群，巴菲特（当时还是学生）把他3/4的钱投到这个项目。一年后，他卖掉了他的股份，获得了50%的利润。[1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Reprinted from

The COMMERCIAL and FINANCIAL CHRONICLE

Thursday, December 6, 1951

The Security I Like Best

WARREN E. BUFFETT

Buffett-Falk & Co., Omaha, Nebr.

Government Employees Insurance Co.

Full employment, boomtime profits and record dividend payments do not set the stage for depressed security prices. Most industries have been riding this wave of prosperity during the past five years with few ripples to disturb the tide.

Warren E. Buffett

The auto insurance business has not shared in the boom. After the staggering losses of the immediate postwar period, the situation began to right itself in 1949. In 1950, stock casualty companies again took it on the chin with underwriting experience the second worst in 15 years. The recent earnings reports of casualty companies, particularly those with the bulk of writings in auto lines, have diverted bull market enthusiasm from their stocks. On the basis of normal earning power and asset factors, many of these stocks appear undervalued.

The nature of the industry is such as to ease cyclical bumps. Auto insurance is regarded as a necessity by the majority of purchasers. Contracts must be renewed yearly at rates based upon experience. The lag of rates behind costs, although detrimental in a period of rising prices as has characterized the 1945-1951 period, should prove beneficial if deflationary forces should be set in action.

Other industry advantages include lack of inventory, collection, labor and raw material problems. The hazard of product obsolescence and related equipment obsolescence is also absent.

Government Employees Insurance Corporation was organized in the mid-30's to provide complete auto insurance on a nationwide basis to an eligible class including: (1) Federal, State and municipal government employees; (2) active and reserve commissioned officers and the first three pay grades of non-commissioned officers of the Armed Forces; (3) veterans who were eligible when on active duty; (4) former policyholders; (5) faculty members of universities, colleges and schools; (6) government contractor employees engaged in defense work exclusively, and (7) stockholders.

The company has no agents or branch offices. As a result, policyholders receive standard auto insurance policies at premium discounts running as high as 30% off manual rates. Claims are handled promptly through approximately 500 representatives throughout the country.

The term "growth company" has been applied with abandon during the past few years to companies whose sales increases represented little more than inflation of prices and general easing of business competition. GEICO qualifies as a legitimate growth company based upon the following record:

Year—	Premiums Written	Policyholders
1936	$103,696.31	3,754
1940	768,057.86	25,514
1945	1,638,562.09	51,697
1950	8,016,975.79	143,944

Of course the investor of today does not profit from yesterday's growth. In GEICO's case, there is reason to believe the major portion of growth lies ahead. Prior to 1950, the company was only licensed in 15 of 50 jurisdictions including D. C. and Hawaii. At the beginning of the year there were less than 3,000 policyholders in New York State. Yet 25% saved on an insurance bill of $125 in New York should look bigger to the prospect than the 25% saved on the $50 rate in more sparsely settled regions.

As cost competition increases in importance during times of recession, GEICO's rate attraction should become even more effective in diverting business from the brother-in-law. With insurance rates moving higher due to inflation, the 25% spread in rates becomes wider in terms of dollars and cents.

There is no pressure from agents to accept questionable applicants or renew poor risks. In States where the rate structure is inadequate, new promotion may be halted.

Probably the biggest attraction of GEICO is the profit margin advantage it enjoys. The ratio of underwriting profit to premiums earned in 1949 was 27.5% for GEICO as compared to 6.7% for the 135 stock casualty and surety companies summarized by Best's. As experience turned for the worse in 1950, Best's aggregate's profit margin dropped to 3.0% and GEICO's dropped to 18.0%. GEICO does not write all casualty lines; however, bodily injury and property damage, both important lines for GEICO, were among the least profitable lines. GEICO also does a large amount of collision writing, which was a profitable line in 1950.

During the first half of 1951, practically all insurers operated in the red on casualty lines with bodily injury and property damage among the most unprofitable. Whereas GEICO's profit margin was cut to slightly above 9%, Massachusett's Bonding & Insurance showed a 16% loss, New Amsterdam Casualty an 8% loss, Standard Accident Insurance a 9% loss, etc.

Because of the rapid growth of GEICO, cash dividends have had to remain low. Stock dividends and a 25-for-1 split increased the outstanding shares from 3,000 on June 1, 1948, to 250,000 on Nov. 10, 1951. Valuable rights to subscribe to stock of affiliated companies have also been issued.

Benjamin Graham has been Chairman of the Board since his investment trust acquired and distributed a large block of the stock in 1948. Leo Goodwin, who has guided GEICO's growth since inception, is the able President. At the end of 1950, the 10 members of the Board of Directors owned approximately one-third of the outstanding stock.

Earnings in 1950 amounted to $3.92 as contrasted to $4.71 on the smaller amount of business in 1949. These figures include no allowance for the increase in the unearned premium reserve which was substantial in both years. Earnings in 1951 will be lower than 1950, but the wave of rate increases during the past summer should evidence themselves in 1952 earnings. Investment income quadrupled between 1947 and 1950, reflecting the growth of the company's assets.

At the present price of about eight times the earnings of 1950, a poor year for the industry, it appears that no price is being paid for the tremendous growth potential of the company.

This is part of a continuous forum appearing in the "Chronicle," in which each week, a different group of experts in the investment and advisory field from all sections of the country participate and give their reasons for favoring a particular security.

图 9-1

资料来源：Berkshire Hathaway，2005Annual Report，24.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在1951年12月6日的《商业和金融年鉴》这份报纸中，巴菲特在写经纪人评述中说到政府雇员保险公司的股票是“我最喜欢的证券”。这一评述在2005年伯克希尔－哈撒韦的年度报告（见图9-1）中被转载。这表明，年仅21岁的巴菲特已经懂得很多做成功投资的研究要诀。他没有孤立地看待政府雇员保险公司，而是根据它所在的汽车保险行业的整体发展趋势，动态地看待这家公司。此外，他还深入研究了政府雇员保险公司的运营数据。巴菲特意识到，很多保险公司声称的保费高增长，只是由于通货膨胀导致的价格上涨所致。他把投保人数增长从保费增长中剥离出来，从而说明了政府雇员保险公司的真正增长[2]：政府雇员保险公司的投保人从1940年的约26000人增加到了1950年的约144000人。

在1976年，巴菲特将他的注意力再次投向政府雇员保险公司。

该公司在20世纪五六十年代增长迅速，扩大了客户群并丰富了定价模型，但公司在1976年却陷入困境。首席执行官诺姆·吉登过分强调增长，最终导致数年承保决策的失误和索赔费用的急剧失控！及至1976年年中，政府雇员保险公司已濒临破产，股价已经从几年前61美元的高位跌到每股2美元。由于资金紧缺，公司削减股利，迫切需要注入现金，维持经营。由于形势恶化，吉登被解雇，萨姆·巴特勒（来自克拉法斯律师事务所的律师且是公司当时的董事长）成为临时首席执行官。[3] 对当时大多数潜在投资者来说，政府雇员保险公司的这种情况好像是急转直下，几乎就像自由落体一样！在那年的年度股东大会上（在华盛顿斯塔特勒－希尔顿饭店举办），一群愤怒的投资者严厉质问公司管理层，并不时发出不满的嘘声！[4]

与众多放弃该公司的投资者相比，巴菲特显然有不同的看法。就像公司财务数据所揭示的，政府雇员保险公司确实还有一些可取之处。从他之前的经验（以及他事后常说的领悟）来看，巴菲特认为这家公司仍在保险行业中有其独特的地位。在过往的那些年里，它给公共雇员和其他低风险客户承保了一组安全的保单，并在这一细分市场建立了良好的信誉。此外，不同于大多数其他更大的公司，政府雇员保险公司直接出售它的保单，而非通过代理人之手，并且该公司因分销成本上的这种大量节约，获得了结构性的成本优势。正因如此，该公司的投保人数和承保利润在20世纪五六十年代曾经持续增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但这家公司也有许多负面的东西。1975年，该公司的承保亏损为1.9亿美元。经巴菲特证实，这家公司为索赔提取的准备金明显不足。[5] 由于公司账面上的股本仅有2500万美元，所以，不用太多的亏损就能把公司置于生死存亡的险境！如今，人们很少谈论政府雇员保险公司在1976年的负面问题，但这些对当时的潜在投资者是很重要的。首先，一个有着1.9亿美元的承保损失，但仅有2500万美元股本的保险公司几乎可以肯定是违反资本监管要求的。这也就不奇怪，为什么多个州的保险委员会委员们（包括华盛顿特区麦克斯·沃拉克）准备宣布政府雇员保险公司破产。[6] 政府雇员保险公司将被迫停止营业的风险是非常真实的！

此外，潜在投资者会发现，要想界定准备金不足的实际范围，是一件不可能的事情。汽车保险的一个突出属性是：索赔支出的需求会持续到未来的许多年——就像一名伤者需要终身照顾一样。因此，一旦市场知道某家保险公司不当地少提了准备金，那也很难界定其低提的程度范围。就这类企业的安全性来说，很大程度上取决于大家对管理层的信任，看他们是否谨慎保守。一旦这种信任感遭到破坏，公司便很难立足。考虑到这些明显的负面因素，政府雇员保险公司对于任何潜在投资者来说，都是一个难以承受之重！

不过，在1976年5月，政府雇员保险公司开始时来运转：此时，杰克·伯恩（一个自学成才的保险天才，曾将旅行者集团转亏为盈）被任命为政府雇员保险公司的首席执行官，取代了临时任命的巴特勒。由于未能担任旅行者集团的首席执行官，令很多人为杰克·伯恩鸣不平，但他将很快在政府雇员保险公司首席执行官任上，发挥他天才般的能力。事实上，他是巴菲特对政府雇员保险公司重燃兴趣的一个主因。

巴菲特知道政府雇员保险公司和美国运通的情况有些相似之处，但不同于美国运通公司，政府雇员保险公司若没有外在的帮助，自身无力恢复。此时，他需要知道的是，政府雇员保险公司是否有称职的管理层来实现逆转，是否能够解决资金不足的问题——既满足监管要求又能够纠正准备金不足的问题。在管理能力上，巴菲特需要了解杰克·伯恩。在资本方面，他必须了解补充资本的监管要求、如何满足这些要求以及其他保险公司或银行是否愿意提供所需的补充资本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了对杰克·伯恩有个全面的评估，巴菲特通过凯瑟琳·格雷厄姆和洛里默·戴维森，安排了与伯恩的会面。巴菲特想要了解的关键问题是“伯恩是否真的很酷、临危不乱、专业……是否是一个领导者和推动者……是否可以解决政府雇员保险公司的问题……以及能否被所有利益相关者所接受”。[7] 这次会面让巴菲特吃了定心丸。他对伯恩的印象是如此深刻，以至于他转天早上就开始购买该公司的股票。[8] 巴菲特后来表示，他相信杰克，并认为他绝对是能让政府雇员保险公司重回正轨的那个人！

由于政府雇员保险公司对资金的需求，巴菲特明白这是他能够发挥作用地方。随即，他去拜访华盛顿特区的保险监管人沃拉克，并亲自协商了对这家公司设定监管资本要求的严格程度和最后期限。此外，巴菲特还大大增加了对政府雇员保险公司的投资，在那个关键时刻，作为一个受人尊敬的投资者，给这家公司投了信任票！那时，筹集资金仍然极其困难，但所罗门公司（具体是所罗门公司有影响力的高管约翰·古弗兰）最终同意为政府雇员保险公司承销价值7600万美元的可转换股票。其他再保险公司也很快出面提供了再保险业务，公司股票也从每股2美元跃升至每股8美元。

估值

1975年，政府雇员保险公司的已发行流通股大约有2660万股，1.9亿美元的净亏损约合每股亏损7.14美元。在这7.14美元每股亏损里，约1美元为投资收益，而承保亏损约为8美元。大约9亿美元保费，综合费率（包括额外准备金）则是一个糟糕透顶的124%！虽然任何基于这些负盈余的估值倍数都没有意义（政府雇员保险公司的这些历史市盈率和企业价值/息税前利润倍数都是负值），但巴菲特想要计算的是，如果杰克·伯恩能使公司止住流血并拯救某些业务的话，将会发生什么。我们可以用一个粗略的方法进行估算：将政府雇员保险公司的业务砍一半——保费从9亿美元降到4.5亿美元，但综合费率为95%，这是一个看上去体面但还算合理的水平。在这种情况下，承保亏损将被扭转为约2250万美元的承保利润——每股承保利润略低于1美元。假设平均来说，一年保费的一半将作为保险浮存金，以当时约7%的利率投资，[9] 预期的投资收益比每股0.50美元稍多点。以这种算法，政府雇员保险公司税前的稳态利润大约是每股1.50美元，税后利润大约每股0.75美元（当时公司税率是48%）。假设这种企业的合理市盈率倍数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是10倍，那么，在这种情况下，该公司的合理估值应是每股7.50美元。当然，若该浮存金的投资者能获得超过7%的年收益（若是巴菲特操盘，则每年的收益是20%），那么，公司每股的价值将远超7.50美元。同样，若保费收入不是减少至4.5亿美元，而是在杰克·伯恩的领导下能够增长，那么，公司将会享有更高的估值。[10]

无论如何计算，巴菲特显然看到了商机。他为自己在1976年购买的130万股该公司普通股，支付了3.18美元/股的价格。[11] 以这个价钱，即使在政府雇员保险公司的业务被砍一半的假设下，巴菲特也会有令人难以置信的50%以上的安全边际。巴菲特显然信任杰克·伯恩和政府雇员保险公司的固有业务品质，而他正在以便宜之极的价格购买这家企业的股票——便宜到潜在投资者的投入足以弥补他所能见到的真实的商业风险。

政府雇员保险公司后来发生的事情就犹如一个童话故事：杰克·伯恩所做的一切都是正确的。他制定了合理的承保标准并削减了不盈利的业务。一个著名的例子是：在那天下午，杰克·伯恩走进詹姆斯·施林（新泽西保险委员会委员）的办公室——在新泽西提高保险费率的请求失败后，他把公司在该州的经营许可证扔在施林的桌子上，随后，他解雇了2000名新泽西员工，并终止了该州3万投保人的合同！政府雇员保险公司迅速崛起为一个更精干和更健康的企业。到1977年，政府雇员保险公司恢复了盈利能力。在那些仍然经营的州，该公司能将其保费平均提高38%。[12] 在1979年，公司的税前利润达到了2.2亿美元——这是3年前完全无法想象的！

随着公司经营状况持续好转，巴菲特继续增持政府雇员保险公司。在1977年，伯克希尔持有政府雇员保险公司1986953股可转换优先股和1294308股普通股，价值3350万美元。1979年，巴菲特致股东的信显示，伯克希尔总共持有该公司5730114股股票。1980年，政府雇员保险公司成为伯克希尔最大的非控股投资，持仓达720万股。1981年，伯克希尔公司超过一半的净值增量是来自政府雇员保险公司的业绩。到1990年，伯克希尔持有了政府雇员保险公司48%的股份。

1995年，巴菲特完成了对该公司股权100%的收购，以23亿美元的对价收购了余下约50%股权，使伯克希尔完全掌控了这家公司。巴菲特指出，伯克希尔公司为该公司另一半股权支付了较高的价格，但这与他以合理价格投资好公司的战略目标是一致的。巴菲特认为，政府雇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

员保险公司仍然具有他在1951年所看到的结构性优势，即以更低的成本向更好的客户直接销售保险。就像杰克·伯恩加入后一以贯之的做法，公司致力于与投保人建立长期的合作关系，并随着客户形态的日益成熟，而受益于更高的利润率。

总的来说，这个投资案例是一个持续几十年且难以置信的故事。巴菲特最初还是一个学生的时候，就投资这家扎实的高品质的企业，并以一个合理的估值售出。20世纪70年代，在公司风险明显且处于逆境之时，巴菲特又做出了自己的投资选择，因为他相信这家仍然拥有行业结构优势企业的优秀的经理人。后来，巴菲特获得了政府雇员保险公司的控股权。这一次，巴菲特为这家公司支付了公允的价格，而公司此后还在年复一年地持续增长且业绩上佳。实际上，贯穿本案整个投资经历的是巴菲特一生的信条：长期追随高品质企业，在机会出现时果断出手！

[1] Andrew Kilpatrick, Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett (Mountain Brook, AL: AKPE,2006), 221.
[2] Berkshire Hathaway, 2005 Annual Report, 24.
[3] Robert G. Hagstrom, The Warren Buffett Way: Investment Strategies of the World’s Greatest Investor(Hoboken, NT: Wiley, 1997).
[4] Alice Schroeder, The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life (New York: Bantam, 2008),367.
[5] Warren Buffett, memo to Carol Loomis, July 6, 1988.
[6] David Rolfe, Wedgewood Partners, “GEICO—The ‘Growth Company’ That Made the ‘Value Investing’ Careers of Both Benjamin Graham and Warren Buffett,” Presented at the Value Investor Conference, Omaha, Nebraska, May 03, 2013.
[7] Schroeder, The Snowball, 433.
[8] Rolfe,“ GEICO”.
[9] 在1976年，美国政府长期债券的年终收益率是7.3%。
[10] 上述计算方法是基于2260万流通股。在所罗门公司承销了可转让优先股后，将会有820万追加股份的稀释效应（推算自下述数字：以每优先股9.2美元的价格，募集了7600万美元）。不过，这也是这家企业的追加资本。
[11] 巴菲特致伯克希尔－ 哈撒韦股东的信，1977年3月21日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[12] “Insurance: GEICO Pulls Through,” Time, January 3, 1977, http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,947829-1,00.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第10章　1977：《布法罗晚报》

在1976年圣诞节前《新闻周刊》组织的晚宴上，一个名为文森特·曼诺的报刊经纪人，提出了一个投资《布法罗晚报》（Buffalo Evening News）的想法。曼诺本意是想《华盛顿邮报》出面收购这家报纸，凑巧，作为凯瑟琳·格雷厄姆的好朋友，沃伦·巴菲特也参加了当天晚宴并得知了这个信息。当凯瑟琳·格雷厄姆觉得它不适合《华盛顿邮报》时，巴菲特决定代表伯克希尔－哈撒韦投资。

当时，《布法罗晚报》是作为去世的凯特·罗宾逊·巴特勒（小爱华德·巴特勒夫人）的遗产被处理出售的。在1873年，最初老爱德华·休伯特·巴特勒创立《布法罗晚报》，它还只是一个在周日发行的报刊。多年之后，它却实行了相反的刊期安排——从周一到周六发刊。到1977年，它成为布法罗地区仅有的两个主要报刊之一，另一家是《布法罗信使报》（Buffalo Courier Express）。由于这两份报刊都为家族拥有，于是两家达成了众所周知的君子之约：《布法罗晚报》成为独家的午后报刊，而《布法罗信使报》则是每周发行7天的晨刊报纸，还包括了一份非常重要的周日刊。

这两份报刊共同占有了纽约州的布法罗市场。虽然布法罗既不是一个大城市，也没有良好的经济发展前景，但是它却有忠实的报纸读者群，以及比美国其他任何一个大城市都高的家庭订阅率。[1] 在这个市场上，《布法罗晚报》拥有26.8万份的周发行量，高于《布法罗信使报》的12.3万。[2] 《布法罗晚报》成功于强大的品牌效应和悠久的历史，但《布法罗晚报》的盈利能力不强：1976年，它的总营业利润只有170万美元，只有将近4%的营业利润率。[3]

缺少周日刊明显限制了《布法罗晚报》的发展。20世纪70年代前，《布法罗晚报》是美国少有的几家使用传统方式不发周日刊的报纸之一，这是造成它收入不理想的一个主要原因，因为周日是许多家庭阅读时间最多的一天。但是广告商并没有忽视它，愿意为周日刊广告支付溢价。没有这个关键点，这家报纸担心《布法罗信使报》会很快赢得市场份额。此外，还有一个底层的担忧：《布法罗晚报》所在的市场是工会力量很强一个地方。[4] 不过，除了这些负面因素，这家公司仍是一个高品质的企业。它很大的品牌影响力和较大的周发行量，为它带来了回头率很高的忠实读者群和广告商。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于《布法罗晚报》是一家非上市公司，要想评估它的财务状况，潜在投资者只能得到有限的信息。根据《布法罗晚报》1977年5月发给广告商的招商信函，在与布法罗相关区域的471515个家庭中，《布法罗晚报》的工作日刊覆盖率达到了58%，周六刊则达到了61%。形成对比的是，《布法罗信使报》工作日刊的覆盖率只有24%，周日刊则达到了53%。[5] 这表明《布法罗晚报》是这座城市地位领先的报纸，有着数十万家庭的发行量！如果潜在投资者对报刊业务有一些通识，将会更好地理解这个投资机会。如果一份报刊运作得当，它就会成为一个资金收益率和利润率俱佳的生意。比如说，1977年的《华盛顿邮报》就创造了43%的有形资金税后收益率和16%的经营利润率！[6] 正如巴菲特和其他潜在投资者所知，报刊是一个相对轻资产的业务：虽需要印刷设备和某些设施，但一份报刊的关键成功要素还是它编辑团队的质量，以及它在读者与广告商心中的品牌认可度。这些因素决定了盈利能力，而《布法罗晚报》的盈利能力则明显低于它卓越的市场地位所应有的水平。

在对《布法罗晚报》估值之前，另一个需要考虑的关键问题是它的管理层情况（在1977年正处于变动之中）。直到1974年离世前，凯特·罗宾逊·巴特勒仍在管理着《布法罗晚报》，同时，按照巴特勒的遗嘱，亨利·厄本被指定为新的出版人。投资者意识到亨利·厄本短暂的任期蕴含着管理团队重大变革的机会。

1977年，巴菲特花费3250万美元，把这家企业整体买了下来。这是他的一项重量级的投资（通过他的投资实体伯克希尔－哈撒韦），因为他此时自己的净资产估计也只有大约7000万美元。[7] 就估值而言，这个对价的内涵估值倍数非常高，因为《布法罗晚报》1976年的营业利润只有170万美元，对应的是19倍的企业价值/息税前利润！因此，在做这个收购决策时，巴菲特可能是看到了这项投资的下述三个积极的因素。第一，他看到了一个他既喜欢又精通的业务。此前，巴菲特已经积累了相当多关于媒体公司的知识，尤其是在介入《华盛顿邮报》后，他清楚什么样的人口结构可以成就一家报业公司。也许，他认为布法罗的《布法罗晚报》读者群及其声誉正好契合了这些成功要素。第二，他看到了一个有大幅提升空间的业务。鉴于它较低的利润率、奢华的办公室和比对手高的薪资，巴菲特可能看到了很多可以提高净利润的机会。当然，包括周日刊的缺失。由于《布法罗信使报》几乎不盈利，[8] 增发周日刊可以让《布法罗晚报》成为布法罗市仅有的主导报刊。第三，巴菲特知道他可以引进新管理人才经营这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家企业，并在他的圈子里已有理想的人选，包括史丹·利普西（巴菲特的报刊《奥马哈太阳报》的前负责人）。巴菲特随后在给股东的信中说道，[9] 虽然1977年的出版人亨利·厄本和编辑穆里·莱特是他和查理·芒格非常欣赏的人，但他们很清楚只有像史丹·利普西这样的人，才能帮这家企业更上一个台阶。

尽管机会很多，但成功之路并非平坦！首先是法律问题。《布法罗晚报》刚被巴菲特买下，就发布了周日刊，而且开始是免费向老读者提供。担心自己生存的《布法罗信使报》以垄断行为为由，将《布法罗晚报》告上了法庭。案件由法官小查尔斯·科比在纽约布法罗地区法庭审理。最初判决结果不利于《布法罗晚报》，限制了它积极推广周日刊的能力。但在1979年，位于纽约的美国上诉法庭改判，给了《布法罗晚报》更多自由，使它能够和《布法罗信使报》积极竞争。随后，一场竞争变成了你死我活的战争，接下来的几年里双方都一直在亏损。及至1982年，《布法罗晚报》自1977年以来的总亏损额已经到了1250万美元。在1982年9月，《布法罗信使报》倒闭。《布法罗晚报》（现改名为《布法罗新闻》（Buffalo News））在垄断经营的第一个年头，就实现了税前利润1900万美元！[10]

之后的几年，这家企业更是百尺竿头、锦上添花！1986年，《布法罗新闻》实现了3500万美元的税前利润，比9年前巴菲特买下它时支付的总价还要高！在那年给伯克希尔－哈撒韦股东的信中，巴菲特写道：“美国排名前50的报刊中，《布法罗新闻》的工作日渗透率（在主要销售区域每天购买它的家庭比例）最高。我们周日的渗透率也是第一，甚至更出色，高达83%，且每周日的销售量比10年前的《布法罗信使报》多出了10万份！”

显然，巴菲特的这笔投资很成功，但对于在1977年考虑这项投资的潜在投资者来说，相关的决策并非易事。那时，《布法罗晚报》面临着非常激烈的竞争，而且盈利能力有限。巴菲特为这笔投资支付的价格，意味着他为《布法罗晚报》当时的盈利能力，支付了非常高的估值倍数——寄希望于该公司未来的盈利能力远超过往！

巴菲特投资《布法罗晚报》的关键，似乎是他坚信这份报刊的光明前景。由于非常清楚报刊的运作机理，他自然认为在布法罗这样只有两家主要报刊的城市，较强的一方终将取代较弱的一方，取得胜利。最后，巴菲特坚信，《布法罗晚报》的盈利能力只需要一些运营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上的改变就会有显效，而且，他肯定也看到了它成为布法罗地区独家垄断的巨大可能性。

[1] Buffalo Courier-Express, Inc. v. Buffalo Evening News, Inc., Affi davit of Richard C. Lyons, Jr., 4－5.
[2] Roger Lowenstein, Buffett: The Making of an American Capitalist (New York: Random House, 2008),206.
[3] Buffalo Courier-Express, Inc. v. Buffalo Evening News, Inc., No. CIV 77-582, U.S. District Court, W.D.New York, (November 9, 1977). Exhibit 1 and note on annual gross revenue.
[4] Andrew Kilpatrick, Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett (Mountain Brook, AL: AKPE,2006), 327.
[5] Buffalo Courier-Express, Inc., 1977 U.S. District Court No. CIV 77-582.
[6] 计算数据来自《华盛顿邮报》1977年年报。
[7] Lowenstein, Buffett, 215.
[8] Buffalo Courier-Express, Inc., 1977 U.S.District Court No. CIV 77-582.
[9] 巴菲特致伯克希尔－ 哈撒韦股东的信，1984年3月14日。
[10] 巴菲特致伯克希尔－哈撒韦股东的信，1978～1984年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第11章　1983：内布拉斯加家具卖场

内布拉斯加家具卖场（Nebraska Furniture Mart）的起源始于其创始人罗斯·布鲁金。作为犹太移民和8个孩子之一的她，1893年11月3日出生于俄罗斯明斯克附近的一个小村庄。1917年，她跟随结婚4年的丈夫依萨多尔·布鲁金来到美国。逐渐以“B夫人”而闻名遐迩的布鲁金，背景一般，而且从没受过正规教育。然而，她却有着成功所需的胆识、决断和钢铁般的意志！1919年，她帮助丈夫开了一家二手服装店。在接下来的十来年里，他们经营得还算成功。但当经济大萧条袭来，顾客几乎都没钱的时候，正是布鲁金夫人拿出了一项非常适时应景的业务：只花5美元，就配齐男人从头到脚的穿戴！由于她别出心裁的模式，外加分发的1万份传单，她服装店的销售额得以支撑，而竞争对手则大部分都关门歇业。[1] 1937年，她用自己的500美元积蓄，在丈夫服装店街道对面的一个地下室，开了内布拉斯加家具卖场（见图11-1）。[2] 那时，布鲁金夫人44岁。



图11-1　第72街店成为她在奥马哈的唯一店面

资料来源：http://www.nfm.com.

在最初的几年，生意并非顺风顺水。有一次，布鲁金夫人甚至被迫卖掉自己家里的家具，去偿还供应商的货款。当她的孩子回家发现自己的床不见了，或者客厅完全没了家具时，她会告诉孩子：“不用担心，我会为你买更好的床，我们一定会有另一个餐桌的。但我欠了那人的钱，这是目前最重要的事！”[3] 随后，布鲁金夫人兑现了她对孩子的承诺，就像她如约向供应商支付货款一样！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内布拉斯加家具卖场的运营理念非常简单：采购客户想要的优质物品，以最低的价格销售给客户。当竞争对手恐惧于她的低价行为，并向其本地供货商施压来抵制她的时候，她就去自己能去的其他城市（比如芝加哥、堪萨斯城和纽约），采购客户想要的产品。[4] 由于她坚持不懈地为客户带来最佳的价值，她将内布拉斯加家具卖场变成了本地最受欢迎的家居商品卖场。及至20世纪70年代中期，她在奥马哈占据了如此显赫的支配地位，以至于让很多的零售连锁店都不敢在该城市开店，因为都惧和她竞争！[5]

1983年的某个夏日，巴菲特走进了“B夫人”的门店。在简单对话和坚定握手之后，他决定用6000万美元，买下“B夫人”公司90%的股权。[6] 此时，布鲁金夫人已经90岁了，正在考虑企业的未来，拍板决定了对企业和家族都有益的这项交易。在双方开诚布公的氛围里，这项交易很快就完成了最终的步骤。如其所愿，布鲁金夫人仍然是公司的董事长，并且，一周七天还是在她的销售楼层里办公。她的儿子路易·布鲁金将仍然作为公司总裁，扮演着长期的角色。[7] 在1983年致股东的信中，巴菲特称之为他那年投资运作的最大亮点，就是对内布拉斯加家具卖场绝大部分股权的收购，以及与罗斯·布鲁金及其家族所建立的关系。

那么，当时考量这家企业的潜在投资者会如何看呢？虽然无法得到这家非上市企业的财务数据，但潜在投资者仍然可以知晓这家明星企业的历史踪迹。同时，他们还能知道一些关键性的事实：内布拉斯加家具卖场是奥马哈市中心的一家售卖品种齐全的家居用品的商场——相关商品囊括了从沙发，到厨房用具，到家用电器等。当时，这家当地最大的家居用品卖场，大约占地20万平方英尺，年销售额1亿美元。巴菲特评论道：“全国其他家居用品商店都没有达到这么大的销售规模。这个单店售出的家具、地毯和其他用具，超过奥马哈所有竞争对手销售量的总和。”[8] 无疑，内布拉斯加家具卖场既有区域品牌的影响力，也有地区的规模优势——不管是在广告宣传（在《奥马哈世界先驱报》做广告），或是在采购上（从当地供应商那里购买橱柜），都有体现。与一些全国性的连锁店相比，它并没有采购优势，因为那些连锁店具有通用电气或惠而浦这样的供应商，但内布拉斯加家具卖场作为最大的单体商场具有的主要优势是：它的商品选择范围最为广泛；当地潜在客户想要为家庭购置整套家居用品时，他们更有可能在这家卖场找到其他地方找不到的商品。在奥马哈市，内布拉斯加家具卖场是小池子里的大鱼！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此外，潜在投资者还能够查清访明该店的运作逻辑：它直接采购于供应商，直接销售给顾客，只在批发价上加一点差价。在此，有几个重要的点需要好好理解。首先，内布拉斯加家具卖场实践着现在被称为折扣商店的概念。像阿尔迪（Aldi）、利德尔（Lidl）或沃尔玛一样，这家企业致力于为顾客提供基于价格的最佳价值内涵——以低价的方式，把节省的成本返给顾客。类似地，如果顾客真正得到了最佳价值，那么，一个良性的循环就会随之而至：低价会带来更多的顾客，形成更大的销售规模，进而节省更多的成本，再为顾客带来更低的价格。在沃尔玛和阿尔迪于全国和国际范围获得成功之前，布鲁金夫人就践行了这一概念。

此外，内布拉斯加家具卖场还有明显的成本优势。布鲁金夫人不喜欢欠债，而且，不管买什么总是付现金。根据巴菲特的说法，内布拉斯加家具卖场的管理费用达到“竞争者无法想象的比率”，因为它既没有利息费来加码，也没有经营租赁费来增负。事实上，在随后的一次访谈中，布鲁金夫人向外界透露，1983年度商场开支只有700万美元，这意味着这家商场的年度管理费用，不可思议地只占年收入的7%（该年收入是1亿美元）！[9] 与之相比，1983年沃尔玛（已是精益运营模式）的销售和管理费（SG&A）仍占到收入的19.8%（还没有包括占收入1%的利息支出和租赁成本）。[10] 与沃尔玛相比，内布拉斯加家具卖场的管理费用在收入中所占比例，只有沃尔玛的1/3！为何内布拉斯加家具卖场的价格比竞争对手更低，却能得到更多的利润？这种匪夷所思的低成本就是另一个关键的因素！

最后，尽管没有上市公司的常用财务报表，但还是能看到内布拉斯加家具卖场那耀眼的运营数据：在20万平方英尺[11] 的零售卖场，创造出了1亿美元的收入，意味着每平方英尺销售额高达500美元！在这方面，内布拉斯加家具卖场完胜沃尔玛！据报告，1983年，沃尔玛在2582.5万平方英尺（约550个门店）的销售额为33.7亿美元，[12] 也就是说每平方英尺销售额只有130美元。

总之，尽管潜在投资者没有完整的财务信息，但内布拉斯加家具卖场看上去像是一家运营极佳的企业，有若干明显的区域优势。虽然它经营的是一个简单的业务，但它具有强势品牌和区域规模的双重优势——最重要的是：它的经营者是无以匹敌的罗斯·布鲁金！

估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特给予的收购价格是6000万美元，获得了公司90%的股权。与此同时，他还为布鲁金家族核心成员提供了一个期权：他们可用500万美元的对价回购10%的股份，而且，之后他们真的这样做了。所以，巴菲特最终是以5500万美元，购买了这家企业80%的股权。这对应的内布拉斯加家具卖场的总股权估值为6875万美元。1983年，公司的税前利润大约是1500万美元，[13] 意味着税后利润约为810万美元。[14] 在1984财年，内布拉斯加卖场的确切盈余情况，可以在伯克希尔年度报告查阅到：税前利润为1450万美元，税后利润为740万美元。除了具有强大的盈利能力，这家卖场账上还拥有许多现金和高价值的存货。尽管潜在投资人不了解这些确切的数字，但由于大多数资产的采购款已支付，而且，公司也没有任何负债，所以，做一个粗略的估计并不难。随后的审计表明，公司的资产价值为8500万美元。[15] 表11-1概括了相关的估值倍数。

表11-1　估值倍数

	1972 估计 / 实际
净利润（百万美元）	810 万
市盈率	8.5
息税前利润（EBIT）	1500 万
企业价值 / 息税前利润（EV/EBIT）①	4.3
市净率（P/B）	0.8

①有一个500万美元净现金的假设。

无论怎么看这些数字，为内布拉斯加家具卖场所支付的价格都是合理的。具体而言，巴菲特支付的价格低于税后利润的9倍，不足企业价值/息税前利润的5倍。之所以说是特别便宜，还因为这家公司手头肯定会有净现金。[16] 若考虑到内布拉斯加家具卖场的下述情况，那么，这个估值水平就更有吸引力了：这家企业是从零成长为年收入1亿美元的公司，并且没有任何迹象表明这样的增长会停止。[17] 而且，除了基于盈利估值所表现出的便宜属性外，公司的整体估值还享有下述资产的逆向风险保护：卖场本身的资产和存货的资产。在过去，布鲁金已经多次实现了她的存货价值，所以，没有理由相信，如果需要的话，这些存货现在无法实现它们的价值。若果真发生了一种不可能的情况，即这家企业变得亏损了，那么，巴菲特可以卖掉资产来实现投资收益（就像早些时候登普斯特公司的情形）。从估值的角度来看，这是一个完美收购！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在没有对应收款项和存货做正式审计之前，巴菲特就给布鲁金夫人开出支票，因为他知道她是一个极有信誉之人。面对这样的企业和如此的价格，如果具有这种机会的潜在投资者也如此行为，笔者不会感到很惊讶！虽然内布拉斯加家具卖场是建立在优异执行力之上的一流企业，但它还拥有长期积累起来的重要结构性优势。这之所以是一桩上佳的收购（即使按巴菲特的高标准），是因为其估值不仅低估了企业创造现金盈余的内在能力，而且这个估值还被净资产价值完全覆盖。然而，从巴菲特的角度，最重要的是对人的投资：布鲁金夫人及其家族。这家企业之所以与众不同，完全因为布鲁金夫人经营企业的方式，而且，为了确保其家人能继续成为公司运营的一部分（像他们过去数十年那样），巴菲特决定为布鲁金夫人及其家族保留了20%的公司股份。

在巴菲特收购之后，这家卖场继续成长，且非常成功。截至1986年，营业收入增加到1.32亿美元，税前利润则升到1800万美元。[18]巴菲特评述道，“内布拉斯加家具卖场好像包揽了大奥马哈地区所有可能的业务……而竞争对手则在不停地进出（多数是离开）”。到20世纪80年代后期，继她儿子之后，布鲁金夫人的孙子掌管了整个卖场的经营。不幸的是，布鲁金夫人和孙子之间就如何经营公司爆发了争论。随着冲突升级，1989年，95岁高龄的布鲁金夫人在卖场的街对面，新开了一家竞争性的地毯商店。幸运的是，在巴菲特的帮助下，家庭矛盾很快得到了和解。这次冲突没有对这家企业造成持续的伤害，而且，在接下来的十年中，生意好得令人难以置信。同样，布鲁金夫人也不可思议地活到了104岁，并在生命的最后几个星期，仍然十分牵挂着自己徒手创建的企业，一个现实版的美国梦！

[1] Barnaby Feder, “ Rose Blumkin, Retail Queen, Dies at 104,” New York Times, August 13, 1998.
[2] 巴菲特致伯克希尔－哈撒韦股东的信，1984年3月14日。
[3] Warren Buffett, interview by Linda O’Byron, Nightly Business Report, PBS, April 26, 1994.
[4] Feder, “ Rose Blumkin,” New York Times, August 13, 1998.
[5] Roger Lowenstein, Buffett: The Making of an American Capitalist (New York: Random House, 2008), 250.
[6] Lowenstein, Buffett, 250.
[7] 巴菲特致伯克希尔－哈撒韦股东的信，1984年3月14日。
[8] 巴菲特致伯克希尔－哈撒韦股东的信，1984年3月14日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[9] Larry Green, “At 96, Feuding Matriarch Opens New Business,” Los Angeles Times, December 18,1989.

[10] 沃尔玛公司，1983年年报。

[11] 1平方英尺=0.092 903平方米。

[12] 沃尔玛公司，1983年年报。所计算的平方英尺数据是取的1983年年初和年底的平均数，即年初的2392.1万平方英尺和年末2772.8万平方英尺的平均值。

[13] Lowenstein, Buffett, 250.

[14] 1984年的公司税率是46%。

[15] Alice Schroeder, The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life (New York: Bantam, 2008),502.

[16] 巴菲特的奥拜伦采访录。

[17] 巴菲特致伯克希尔－哈撒韦股东的信，1993年；虽然无人能够担保，但随后的十多年间，内布拉斯加家具卖场还是持续成长；到1993年，它的税前利润已经从1983年的1500万美元，增加到了2200万美元。

[18] 巴菲特致伯克希尔－哈撒韦股东的信，1987年2月27日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第12章　1985：大都会广播公司

沃伦·巴菲特第一次投资大都会通讯公司（Capital Cities）是在1977年，当时他以大约10倍税后利润的估值投资了1090万美元。在那年的年度致股东的信中，他继续夸赞了大都会通讯公司的业务品质，以及由汤姆·墨菲领导的管理层。[1]

但是，巴菲特对大都会公司的大部分投资是在1985年，也就是大都会通讯公司友好收购了美国广播公司（American Broadcasting Corporation，ABC）之后。我对这个案例的投资分析主要集中于这个时间段。

背景：美国广播公司当时面临着恶意收购的威胁，于是建议大都会通讯公司的首席执行官汤姆·墨菲考虑出手兼并。当时，恶意收购也并非罕见，而且，美国广播公司非常出名，是美国三家主要的广播电视之一（另外两家是哥伦比亚广播公司和全国广播公司）。到了20世纪80年代中期，巴菲特已经和墨菲建立了师生关系，所以，顺理成章的结果是：当巴菲特建议墨菲去找一个“大猩猩”投资者[2]，为这家合资公司提供保护，免受恶意收购的侵袭时，墨菲推荐巴菲特本人担当这个角色。

这项交易于1985年3月18日宣布。巴菲特（将在后文详述他的投资）成为交易的一方，伯克希尔-哈撒韦以大约5.17亿美元的现金，购买了合并实体的300万新股。交易于1986年1月3日完成。

大都会广播公司/ABC 1985年的年度报告，为公司的基本面提供了很有价值的信息，而且，潜在投资者还可以获得公司1984年和1985年的详细财务信息。在第3页，年报对公司业务进行了分类，但不包括因为合并的法规要求售出且已被停止的业务。在表12-1中，我概述了公司各个部门的收入和营业利润率。注意，对于利润率的计算，我根据各部门的收入把集团的销售和管理费用进行了分配。另外，本章文末还附有上述1985年合并公司年报的财务报表，以及1984年美国广播公司年报的财务报表。

表12-1　业务分部收入利润概览（1984年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业务分部	收入（百万美元）	占总收入比例（%）	息税前利润（百万美元）	息税前利润占比（%）	息税前利润率（%）
大都会通讯公司					
广播电视	271.8	6	138.7	21	52
出版	591.6	14	126.4	20	21
有线电视	76.3	1	2.3	0	11
美国广播公司					
广播电视	3304.3	71	392.3	61	13
出版	316.2	7	30.8	5	11
其他	64.3	1	−45.3	−7	−69
总计	4623.5	100	645.3	100	14

根据1984年的数据可以看到，虽然大都会通讯公司收购了美国广播公司，但是后者的业务体量却更大：美国广播公司的收入占集团总收入的近80%，息税前利润占集团总额的59%。不过，也可以看到大都会通讯公司业务的利润率更高。

为了分析两家公司的业务部门以及合并后的结果，1985年集团年报的经营论述部分提供了详尽的信息。让我们从大都会通讯公司1985年的广播电视业务开始。公司的这项业务在美国拥有很多非常出色的电视台和广播电台。不过，其中3个电视台和5个广播电台要从大都会通讯公司剥离，而且，美国广播公司也要进行相近数量的同类剥离。产生于合并后的业务详述于该年报第8页和第9页。这里最重要的是，它包括的8个电视台共覆盖了约24.4%的美国电视观众。[3]美国联邦通信委员会规定：任何电视企业在主要影响地区最多覆盖25%的电视家庭。合并后的大都会广播公司刚好达到了标准，这表示大都会广播公司有法律允许的最大规模和渗透优势。更厉害的是，根据晚间新闻节目排名，剩下的8个电视台都在各自的市场上占据了数一数二地位，且这些市场都是美国主要的大城市。这表明大都会广播公司合并后的电视资产实现了“1+1＞2”的效果，形成了对观众和广告主有强大吸引力的超一流的一组资产。

广播电台业务的基本面看起来也是相似的强劲。1986年年初，大都会广播公司拥有17个广播电台，其中7个在美国前10大城市都居领先地位。虽然按当时美国联邦通信委员会的规定要求[4]，它剥离了部分广播业务资产，但公司仍拥有非常强大的资产组合，且会在监管下保持最佳状态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大都会通讯公司的出版业务是传统出版业务的一个多元组合，包括像《机构投资人》这样的专业出版物、电子数据库和多份报纸。独立的报纸和杂志会详述经营评述部分。不过，这里的要点是：这部分业务的发行量和广告收入都在增长，而且它们在各自细分市场上保持着领先地位。为了就这一点进行概括，我复制了大都会通讯公司前10年出版业务发展的图示（见图12-1）——相关内容详述于年报第12页和第13页的经营业务评述部分。很明显，出版业务收入和经营利润的年复合增长率都达到了令人惊艳的20%以上！

大都会通讯公司的最后一块业务是有线电视业务。在合并财务报表附注第11项的这部分业务数据中，可以看到1982年其有线电视业务第一次扭亏为盈。之后便和其他业务一样，收入和营业利润都一直保持着增长。但作为仅有500万美元营业利润的业务单元，它至今还是三个业务部门中体量最小的单位。

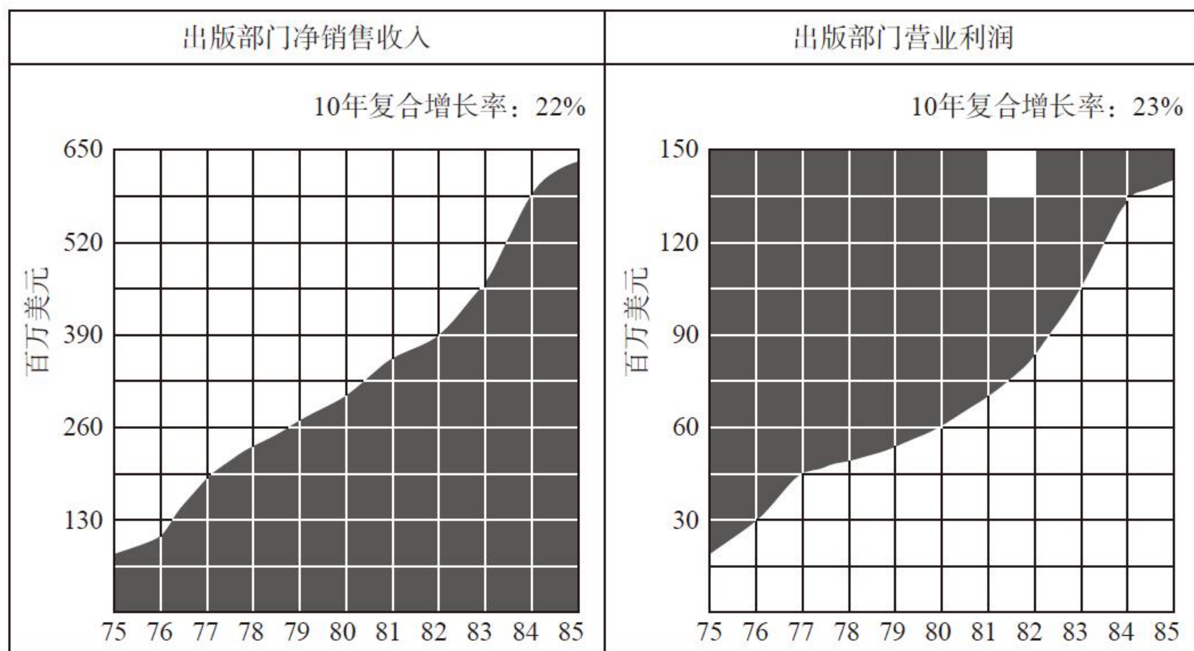


图12-1　出版部门——收入和利润发展动态（1975～1985年）

只要看看大都会通讯公司的财务报表，就可以根据1984年年底的资产负债表数据，计算出公司整体业务的已用有形资金收益率（ROTCE）（见表12-2）。

表　12-2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	金额（百万美元）	收入占比（%）
固定资产	317.9	31.1
除商誉外无形资产	481.5	47.2
存货	9.8	1.0
应收账款	145.4	14.2
应付账款	−31.6	−3.1
已用资金总额	923.0	90.4

计算出的有形资金总额是9.23亿美元。不过，这个总额包括4.82亿美元的无形资产（略高于总有形资本的一半）——都是一些诸如广播电视执照、网络联营合同和出版特许权等的无形资产。尽管严格来说，这些资产并非商誉，但我倾向于认同管理层的观点，即它们的摊销在理论上不正确，因为这些资产的价值并没有随时间递减。为了进一步阐明这类资产，我把公司管理层的相关注释放在了合并财务报表附注的第8项中。

无形资产①

广播电视业务和几乎所有出版业务的无形资产就是广播电视执照、网络联营合同和有效出版权，它们都被定义为稀有资产，生命周期长且具效益。历史上，这些资产都随着时间增值。根据《会计准则委员会意见》第17条，1970年以后被收购的无形资产最多可摊销40年，即使根据管理层看法，这类资产也没有发生减损。有线电视无形资产主要是与独立有线电视特许权相关的部分，在特许权的有效期内摊销；其他有线电视无形资产都在40年内摊销。在1985年12月3日，公司的无形资产如表12-3所示。

表　12-3（单位：千美元）

	总计	广播	有线电视	出版
无须摊销的无形资产	123 815	103 099	—	20 716
必须摊销的无形资产	438 700	54 877	120 769	263 054
	562 515	157 976	120 769	283 770
累计摊销	81 003	4 398	30 817	45 788
	481 512	153 578	89 952	237 982

①根据大都会通讯公司/美国广播公司1985年年报附注第8项。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保守但合理的调整（在计算已用资金总额时，仅考虑总无形资产的25%）所带来的结果如表12-4所示。

表　12-4

项目	金额（百万美元）	收入占比（%）
固定资产	317.9	31.1
除商誉外无形资产	120.4	11.8
存货	9.8	1.0
应收账款	145.4	14.2
应付账款	−31.6	−3.1
总投入资本	561.9	55.0

对于税后利润，我使用基于息税摊销前利润的税后净营业利润（不计无形资产的摊销），然后，再用1984年约50%的通行税率调整。我同意管理层的观点，认为这些无形资产大多数都不会随时间而减损。维护特许权和执照的费用已经在利润表中体现，故不应该再将费用资本化并在未来摊销。基于上述分析和估计的数字，1984年的税后净营业利润如表12-5所示。

于是，已用有形资金收益率为1.486亿美元/5.619亿美元=26.4%。这个是基于无负债假设的税后收益的数字。

这个亮丽的收益率和业务的双位数增长表明，这家企业本身就是一个很好的资金复利生成器（更多的相关细节，参见大都会广播公司1985年年度报告第20页和第21页的十年财务概述）。

现在，让我们转到美国广播公司的业务。它最大的部门也是广播电视部门。除了前面提到的电视台和广播电台，该部门最大的部分就是美国广播公司电视网络。这个电视网络业务负责分发、销售、播放公司旗下的娱乐、新闻和体育分部生产的内容，并在1984年的时候覆盖了美国8490万电视家庭的99%。

由于推出了《王朝》（Dynasty，被视为1984年连续多周收视最高的系列节目）以及“20/20新闻”这样的王牌电视节目，公司在年报第2页就称自己是“连续8年来世界最大的广告媒介”。不管是不是绝对领先，可以肯定的是美国广播公司（和哥伦比亚广播公司与全国广播

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司并列）当时是美国三大广播电视公司之一。随之而来的是规模优势，以及与内容供应商和广告主的议价能力。

1984年，美国广播公司占据了一个独一无二的位置：获得了报道当年南斯拉夫萨拉热窝冬季奥运会和洛杉矶夏季奥运会的特许权。于是广告的大幅增加对收入和利润的影响是很明显的：1982～1983年美国广播公司的收入已经增长了11%，但是1983～1984年的这个数字跃升到了27%。同样，营业利润增幅也从7%跃升到18%。可想而知，在没有任何奥运会的1985年，这样优异的收入和利润表现也就没法再现了。

表　12-5

（单位：百万美元）

营业利润（基于报表）	277.5
加回摊销	+19.7
息税摊销前利润	297.2
所得税调整（50%税率）	−148.6
税后净营业利润	**148.6**

鉴于当时的广播电视业务还是美国广播公司的主要业务，潜在的投资者可以简单分析一下另外两个业务。出版业务和大都会通讯公司出版业务基本类似，包括了数个杂志、小众期刊和书籍出版业务。然而，对比大都会通讯公司出版部门21%的营业利润率，这个部门却只有11%，意味着美国广播公司这块业务的经营水平要差些或者优势较少。在表12-1的业务分部概览中，最后一个被称为“其他”的部门，包括了一系列有线业务，比如拥有娱乐体育节目电视网（ESPN）和一个电影制片厂。从基本面来看，由于有稳定的订阅量，有线电视似乎表现不错，但是当时这个部门还没有盈利。

根据1984年的年报和美国广播公司整体业务的财务数据，可以计算该公司的已用有形资金收益率（见表12-6）。

表　12-6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	金额（百万美元）	收入占比（%）
固定资产	563.2	15.2
节目版权，生产成本①	409.9	11.1
存货	24.8	0.7
应收账款	422.5	11.4
预付费用	136.3	−3.7
应付账款	−31.6	−0.9
应计节目成本	−213.7	−5.8
应付工资补贴	−81.1	−2.2
已用资金总额	**957.7**	**25.8**

①美国广播公司区分了与节目制作相关的节目版权和与品牌相关的无形资产。前者计为资产，而后者不计（和大都会通讯公司做法相同）。

税后净营业利润如表12-7所示。

表　12-7

（单位：百万美元）

营业利润（基于报表）	368.8
加回摊销	+5.8
加回利息	+5.8
息税摊销前利润	380.4
所得税调整（47%税率）	−178.8
税后净营业利润	**201.6**

基于这些数字，可以得出已用有形资金收益率为21.1%。这比大都会通讯公司略低，但仍高于20%，再次印证了其业务品质不错。这也和美国广播公司是美国领先的电视网络商之一（拥有成功的电视台、广播电台和出版业务）的地位相符。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

虽然1985年年报清楚地说明一些业务会在1985～1986年间被剥离，但是大都会广播公司的主要合并实体还是一个高品质的企业，这使得它和合并前的两家实体一样，还是一个有着高有形资金收益率的优秀复利成长企业。

现在来看估值。根据大都会广播公司1985年年报第2页，合并的同时发行了300万合并公司的新股，融资5.17亿美元。这说明巴菲特支付的价格是每股172.5美元。这和1986年3月4日伯克希尔－哈撒韦给股东的年度信中所给的信息一致。在合并完成后，这些股份的权益正式生效。

根据年报，1985年年底时大都会通讯公司已经有1308万股在外流通。作为合并的部分内容，还发行了1亿认股权证，赋予了股东以每股250美元的价格购买至多290万股的权利，也就是说，发行时它仍是个价外期权，但一旦合并后公司的股价升至每股250美元以上，它就会有稀释性。所以当合并完成时，公司股东将会面临约1600万流通在外普通股和稀释期权，当股价升至每股250美元后股数会进一步增加到约1900万。处理1600万股还算简单；合并后，任何收益就仅仅在这些股份中分配，而不是之前的1300万股了。

认股权证的费用就是另一回事了。鉴于期权的价值本身具有不确定性，所以，有许多方法确认期权价值。现在通用的方法是使用布莱克－斯科尔斯公式计算在外流通期权的价值，并确认负债。由于这种方法做了诸如股票贝塔值的许多假设，我认为值得质疑，且当时未被广泛接受，于是这里不选择这种方法。由于这些期权已经有市场交易，所以，计算这些期权价值的另一个方法就是，直接使用每个认股权证34.48美元的价格，也就是说290万股份总计1亿美元。第三种方法，也是最保守的方法，就是确认最大稀释程度的完整影响；在这种情形下，如果所有的认股权证都被行权，股份数将增加到1900万。此时，就要把额外的追缴资本加到净现金里，也就是290万股乘以250美元，即7.25亿美元，然后，就要考虑对1900万在外流通股份的稀释影响。当然现实中，实际期权成本是取决于股价变动的。如果股价一直不超过每股250美元，期权将没有价值。同样地，如果股价增加到每股1000美元，期权将具有非常大的价值。

作为开始，我先假设有1600万在外流通股，认股权证的成本为1亿美元的表外负债。根据年报提供的信息，企业价值（EV）计算如表12-8所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 12-8

每股价格（美元）	172.50
在外流通股股数（百万）	16.1
市价总值（百万美元）	2 777.3
净金融债务（包括期权成本）(百万美元)	2 027.9
企业价值（百万美元）①	4 805.2

①就净金融负债来说，我计算的数字都是基于1985年12月31日的资产负债表和合并交易融资中的额外债务。相关的计算包括7.688亿美元的现金和短期投资，减去7.142亿美元的未偿债务，减去2.50亿美元的占用现金，减去1375美元的额外债务，减去3.575亿美元的商业票据。1984年年底，美国广播公司自身没有大额债务，我假设这次合并也没有带来其他的额外债务。

估值的第二部分涉及盈利。因为大都会广播公司将在合并中剥离相当数量的业务，合并后的营业利润与净利润应会比二者在1984财年合并的参考数字要小。这个数字（根据前表12-1所示）是6.453亿美元的营业利润。并且，根据无形资产摊销和利息的调整，得到息税摊销前利润（反映企业无负债的盈利能力）。1985财年的息税摊销前利润是5.776亿美元。

因为不知道剥离部分的准确价值，我所做的估算是：合并后（时间段与计算企业价值（EV）的时间段一致），剥离的美国广播公司业务大概占息税摊销前利润的26%，即大约1亿美元的息税摊销前利润。这个假设的基础是1985年年报中的相关陈述：在合并前，通过剥离资产筹集9.20亿美元现金（作为合并前的投资者，这是大概能得到的信息）。这个数字是收购美国广播公司总价（35.2亿美元）的26%。如果我们假设大都会广播公司剥离业务所用的估值倍数与整体业务的相同，那么，相关的息税摊销前利润应该是5.776亿美元。为了调整利息费用和计算所得税和摊销前利润（EBTA），还需要考虑新公司负担的额外负债。假设平均债务成本为10%（根据未偿负债的条款来看大致准确），20.27亿美元的净负债带来了约2亿美元的利息费用。调整过这个数字后，所得税和摊销前利润为3.776美元。假设整个集团的税率为49%（1984财年大都会通讯公司税率为50%，美国广播公司税率为47%），则调整后净利润为1.926亿美元。若以1610万份在外流通股计算，每股的收益为12.0美元。我将这个数字作为调整后的每股收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当转到企业价值/息税摊销前利润（EBITA）指标时，相关的内容如表12-9所示。

根据企业价值/息税摊销前利润的数据，大都会广播公司的价值似乎被低估了，但没有很离谱。从积极的方面看，公司业务的确品质上乘，而且，由于较高的已用有形资金收益率和大于10%的年均增长率，公司是一架现实的复利生成器。从消极的方面看，税率几乎是50%的时候，一个8.3的企业价值/息税摊销前利润就不是很低的估值倍数了。

再看市盈率，内容如表12-10所示。

这和企业价值/息税摊销前利润一致，对于一个业务本身非常优秀的公司来说，巴菲特似乎支付了一个合理但并不便宜的估值倍数。可能有人会说，合并后的公司比之前两家的合计效果更好，也就是说我还没有考虑到协同效应。这是一个选择的问题，而我通常不希望评估一件有可能但是还没发生的事情的价值。从负面的角度看，可以说1984年显然内含了美国广播公司的奥运效应，使它的内生盈利能力被高估。因此，当我们看14.4倍的市盈率的时候，要记住这一点。

表　12-9

	1984 年估计值
息税摊销前利润（百万美元）	577.6
息税摊销前利润率（%）	14
企业价值 / 息税摊销前利润	**8.3**

表　12-10

市盈率	1984 年模拟报表
每股收益（调整后）（美元）	12.00
市盈率	14.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

鉴于支付的是一个合理但不便宜的估值倍数，那么，巴菲特投资大都会广播公司的逻辑看起来是，合并后的公司会是一家品质卓越的企业。合并前，两方各自都有高速稳定的增长和较高的有形资金收益，且持续了较长的历史。此外，使这两家企业成功的原有规模和市场领导地位只会在合并后得到加强！同时，必须提及的是：巴菲特当时已经熟知了大都会通讯公司CEO汤姆·墨菲的管理能力——他也是合并后新公司的领导者。巴菲特在1986年3月4日致伯克希尔－哈撒韦的股东信中谈到了墨菲，他说道：“我观察大都会通讯公司的管理层已经很多年了，我觉得它是美国上市公司里做得最好的！”就数字来说，根据艾丽斯·施罗德《滚雪球》（Snowball）一书中记载的故事，查理·芒格曾写信告诉巴菲特，自1958年以来（连续25年），汤姆·墨菲让大都会通讯公司的内在价值以每年23%的复利增长！[5]

总而言之，巴菲特为投资大都会广播公司支付了某种程度上的合理价格，因为他对公司的业务品质和管理层有足够的信心。在得到这个机会的时候，他就以每股175.25美元的价格，购买数量不菲的股份。最后，还有一件有意思的事：在买入之前，巴菲特似乎并不那么在乎股价，因为1984年大都会广播公司的股价都在123.5～174.5美元间波动，也就是说，巴菲特的出价略高于那年的52周的最高价（见表12-11～表12-15）。[6]

表12-11　合并利润表（大都会广播公司，1983～1985年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1985	1984	1983
净销售收入	1 020 880	939 722	762 295
成本与费用			
直接经营费用	428 992	388 110	311 788
销售、一般与管理费用	256 687	232 383	189 870
折旧	37 990	34 084	28 099
无形资产摊销	19 710	17 633	12 174
成本与费用合计	743 379	672 210	541 931
营业利润	277 501	267 512	220 364
其他收入 / 支出			
利息支出	−22 738	−27 161	−14 633
利息收入	19 033	27 352	16 418
其他（净值）	3 026	1 090	2 355
其他收入 / 支出总额	−679	1 281	4 140
所得税前利润	276 822	268 793	224 504
所得税			
联邦所得税	117 700	116 000	95 800
州与地方所得税	16 900	17 600	14 000
所得税合计	134 600	133 600	109 800
非常利得前利润	142 222	135 193	114 704
非常利得（税后净值）	—	7 585	—
净利润	142 222	142 778	114 074
每股收益			
每股非常利得前利润	10.87	10.40	8.53
每股非常利得	—	0.58	—
每股净利润	10.87	10.98	8.53
平均在外流通股数	13 080	13 000	13 455

资料来源：Capital Cities/ABC，Inc.，1985Annual Report，22.

表12-12　现金流量表（大都会广播公司，1983～1985年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（年度截止日为 12 月 31 日） （单位：千美元，每股数据除外）

	1985	1984	1983
现金流入			
经营			
非常利得前利润	142 222	135 193	114 704
折旧	37 990	34 084	28 099
无形资产摊销	19 710	17 633	12 174
其他（净值）	23 374	9 690	14 386

（续）

	1985	1984	1983
经营现金流入合计	223 296	196 000	169 363
减：经营资本支出	75 384	53 866	44 418
可用经营现金	147 912	142 734	124 945
长期借款现金流入	493 329	4 500	197 250
为雇员持股计划卖出的普通股	15 662	15 127	12 559
经营性财产的权益处置	7 222	5 000	3 200
供收购使用的长期借款	—	13 565	5 277
出售股票投资的现金流入（税后净值）	—	17 769	—
现金总流入	664 125	198 695	343 231
现金流出			
经营性财产购置	51 109	146 843	22 016
购买股票期权	53 000	—	—
转为库存股的普通股回购	484	46 135	43 619
其他营运资本项目变化额	3 960	1 747	13 320
长期负债减少	7 872	16 030	32 766
股利分红	2 595	2 570	2 656
其他流出（税后净值）	12 645	20 851	−2 558
现金总流出	131 665	234.176	111 819
现金与现金投资的增加 / 减少	532 460	−35 481	231 412
现金与现金投资			
期初	236 399	271 880	40 468
期末	768 859	236 399	271 880

资料来源：Capital Cities/ABC，Inc.1985，Annual Report，23.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表12-13　合并资产负债表（大都会广播公司，1983～1985年）

（年度截至每年12月31日）　（单位：千美元，每股数据除外）

资产	1985	1984
流动资产		
现金	8 031	7 737
短期现金投资	760 828	228 662
应收账款与应收票据[①]	145 382	134 224
存货	9 791	10 744
电影合同版权	14 637	11 912
股票购买期权	53 000	—
其他流动资产	14 726	9 149
流动资产合计	1 006 395	402 428
固定资产（以成本计价）		
土地	22 726	21 941

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

资产	1985	1984
建筑物	77 419	74 716
广播电视、印刷、有线电视和其他设备	418 347	343 750
固定资产合计	518 492	440 407
减：累计折旧	200 596	166 014
固定资产（净值）	317 896	274 393
无形资产[②]	481 512	477 537
其他资产	79 128	53 814
资产合计	1 884 931	1 208 172
负债与所有者权益		
流动负债		
应付账款	31 663	32 433
应付工资补贴	30 041	28 838
应付利息	21 601	3 608
应付费用与其他流动负债	46 232	36 328
电影合同	15 342	14 252
所得税	24 446	38 094
一年内到期的长期借款	6 084	7 890
流动负债合计	175 409	161 443
递延工资补贴	29 897	22 495
递延所得税	41 144	25 537
未实现的订阅收入	22 258	21 285
其他负债	18 546	13 424
一年后到期的长期借款	708 214	215 105
负债合计	995 468	459 289
少数股东权益	203	14 428
所有者权益		
优先股	—	—
普通股，面值 1 美元，授权 8000 万股	15 394	15 394
资本公积	37 844	26 111
留存收益	997 227	857 600
合计	1 050 465	899 105
减：库存普通股（以成本计价）[③]	161 205	164 650
所有者权益合计	889 260	734 455
负债与所有者权益合计	1 884 931	1 208 172

①减去坏账准备：6745美元（1985年），7369美元（1984年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

②扣除累计摊销额：81003美元（1985年），61497美元（1984年）。

③2395831股（1985年），2526305股（1984年）。

资料来源：Capital Cities/ABC，Inc.，1985Annual Report，24－25.

表12-14　合并利润表和留存收益表（美国广播公司，1982～1984年）

（年度截止日为 12 月 31 日）　（单位：千美元，每股数据除外）

合并利润表	1984	1983	1982
销售收入			
广播电视	3 304 430	2 614 274	2 341 860
出版	316 249	279 858	255 429
企业影音	54 424	13 376	14 950
电影、景观和其他	27 883	32 629	28 514
利息收入	4 727	8 712	23 775
销售收入合计	3 707 713	2 948 849	2 664 528
成本与费用			
营业费用和销售成本	2 596 832	2 006 949	1 792 977
销售与管理费用	677 201	576 256	532 704
折旧与摊销	58 998	53 193	44 895
利息费用	5 844	143	1 120
成本与费用合计	3 338 875	2 636 541	2 371 696
所得税和少数股东权益前营业利润	368 838	312 308	292 832
所得税准备	−174 175	−152 474	−132 805
少数股东权益	669	—	—
净利润	195 332	159 834	160 027
每股净收益	6.71	5.45	5.54
合并留存收益表	**1984**	**1983**	**1982**
年初余额	1 012 228	899 060	785 250
汇集公司的留存收益	—	125	—
净利润	195 332	159 834	160 027
普通股现金股利（每股 1.60 美元）	−46 619	−46 791	−46 217
年末余额	1 160 941	1 012 228	899 060

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资料来源：American Broadcasting Companies Inc.，1984Annual Report，53.

表12-15　合并资产负债表（美国广播公司，1982～1984年）

（年度截止日为 12 月 31 日）　　（单位：千美元，每股数据除外）

资产	1984	1983	1982
流动资产			
现金与现金等价物	154 480	52 336	66 474
应收账款，减去坏账：32 957 美元（1984 年）、25 309 美元（1983 年）和 23 619 美元（1982 年）	422 532	368 958	359 558
节目版权、生产成本和预付款，减去摊销	409 940	543 099	383 362

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

资产	1984	1983	1982
存货，以成本（主要为先进先出法）或市价孰低计价	24 861	24 315	24 190
预付费用	136 293	119 989	110 917
流动资产合计	1 148 106	1 108 697	944 501
固定资产			
土地及改良	40 551	36 880	36 536
建筑物及改良	322 901	269 880	228 896
营业设备	448 926	423 827	369 073
租赁资产及改良	39 701	60 897	40 656
固定资产合计	852 079	791 484	675 161
减：累计折旧	288 805	267 927	221 035
固定资产（净值）	563 274	523 557	454 126
其他资产			
无形资产（以成本计价），减去摊销	247 680	66 316	69 828
非短期节目版权	309 210	300 359	379 865
递延收费	19 535	7 646	11 116
其他	47 577	83 963	62 856
其他资产合计	624 002	458 284	523 665
资产合计	2 335 382	2 090 538	1 922 292
负债与所有者权益			
流动负债			
应付账款	73 175	64 291	50 651
应付节目成本	213 658	176 120	193 893
应付工资补贴	81 068	63 457	52 082
联邦所得税	47 218	35 126	28 055
州、地方和其他应付所得税	28 276	26 870	19 610
应付利息	6 218	6 234	4 773
其他应付费用	122 725	94 829	80 925
一年内到期的长期应付项目	22 288	9 756	9 208
流动负债合计	594 626	476 683	439 197
长期负债			
长期借款	116 650	147 923	152 577
节目版权	107 620	146 156	152 306
融资租赁	23 807	23 083	23 176
其他	62 591	50 260	34 982
长期负债合计	310 668	367 422	363 041
递延收益	33 038	32 422	22 099
负债合计	938 332	876 527	824 337

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

资产	1984	1983	1982
少数股东权益	44 746	—	—
所有者权益			
普通股，面值1美元，注册股本5000万股	29 398	29 405	29 072
股本溢价	179 729	174 813	172 280
留存收益	1 160 941	1 012 228	899 060
合计	1 370 068	1 216 446	1 100 412
减：库存普通股（以成本计价）	17 764	2 435	2 457
所有者权益合计	1 352 304	1 214 011	1 097 955
负债与所有者权益合计	2 335 382	2 090 538	1 922 292

资料来源：American Broadcasting Companies Inc.，1984Annual Report，54－55.

[1] 巴菲特致伯克希尔－哈撒韦股东的信，1977年。
[2] 指拥有标的相对多数但非全部股份的投资者。——译者注
[3] 就总覆盖率而言，所用的指标是指优势区域。
[4] 此时（1961年），联邦通信委员会只允许一家公司最多拥有12家AM电台和12家FM电台，外加同一市场拥有多家主导电台的限制。
[5] Alice Schroeder, The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life (New York: Bantam Books,2008), 898n12.
[6] 股票价格信息出现在大都会广播公司1985年年报的10年财务概述里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第13章　1987：所罗门公司——优先股投资

在投资所罗门公司（Salomon Inc.）前，巴菲特与该公司保持着长达10年的亲密关系。所罗门公司（见图13-1）在政府雇员保险公司（GEICO）的扭亏为盈中起了关键作用：约翰·古弗兰（当时是公司的高管，后来成为所罗门的首席执行官）出手确保了政府雇员保险公司的融资，使其出现转机成为可能。正如巴菲特给股东的信中所描述的，[1] 正是通过这一经历，巴菲特开始相信古弗兰是一个能干果敢的高管。

1987年9月，所罗门公司得到消息称，罗纳德·佩雷尔曼在讨论收购所罗门的大额股权——佩雷尔曼是“收购大王”之一，曾于1985年收购露华浓（Revlon）。由于管理层担心潜在恶意收购所带来的问题，首席执行官古弗兰需要募集资金，阻止一位南非投资人把其持有的12%～14%公司股权卖给佩雷尔曼。在几次讨价还价后，巴菲特（作为一个“白衣骑士”）同意投资所罗门，将佩雷尔曼拒之门外。

1987年9月下旬，巴菲特公布了这笔交易：他以7亿美元投资于所罗门的可转换优先股，股利为每年9%；在3年持有期后，巴菲特可以选择将其以每股38美元的价格转换为普通股；否则，优先股将在1995年开始的5年期内赎回。据说，巴菲特告诉古弗兰他很乐意购买“7亿美元的所罗门优先股，只要有15%的投资收益”。最终，为了能得到预期15%的收益率，选定了可转换证券的形式。[2] 作为一种投资工具，可转换优先股是上可探更高收益的固定收益证券，下有强力保护功能的公司股权投资——以几乎确保的固定现金流的形式体现。

先撇开当时恶意收购和“白衣骑士”投资所引起的轰动不谈，在1987年，从纯粹投资角度，我们应该如何看待所罗门公司？看看1986年的年度报告（见图13-1，这是当时投资者能得到的最新信息）就会发现，业务分部报告显示：当时所罗门的业务被分为三个主要的经营单元（见表13-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

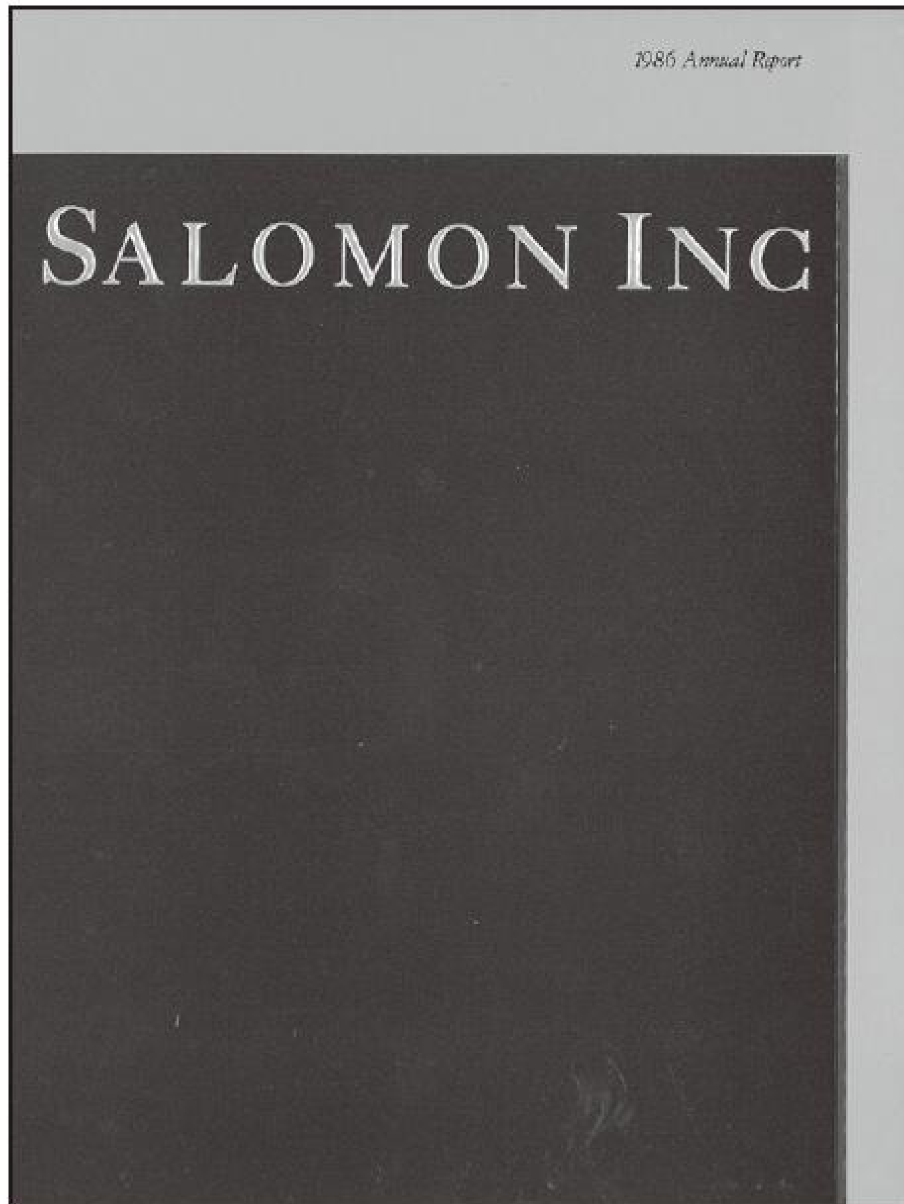


图 13-1

资料来源：Salomon Inc.，1986Annual Report.

证券业务是公司当时最大的经营单元。在年报的第一部分，约翰·古弗兰论述了这项业务当年的发展情况，并披露除了主要的美国业务，证券分部还有众多的海外子公司，诸如，位于伦敦的所罗门兄弟国际有限公司、位于法兰克福的所罗门兄弟公司以及位于东京的所罗门兄弟亚洲公司。就业务行为而言，年报显示所罗门证券业务聚焦的是一套组合业务：核心是投资银行业务，比如债券和股票承销；交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

商/做市商；相关的市场研究。这份年报披露：在1986年的美国资本市场，所罗门公司承销或联合承销了764个公司发行项目，发行规模合计超过1000亿美元；其中公司债发行617起，规模合计862亿美元，反映了所罗门公司在债券市场的专长。其余的很大一部分是股票发行——这是所罗门声称要获得领导地位的领域。

表13-1　经营单元概览（1987年）

经营分部	收入（百万美元）	税前利润（百万美元）	资产（10亿美元）
证券业务	63.41	7.87	720
商业融资	1.90	1.73	25
大宗商品	2.58	0.52	35
公司业务		-2.19	8
总计	67.89	7.93	782

在年报中，所罗门强调其在做市商和交易处理方面的专业能力，介绍了它在纽约证券交易所当时历史上一宗最大规模的交易：纳威司达国际公司4.88亿美元（4880万股）的大宗交易。古弗兰还论述了公司的研究能力，而且，公司正在增加对国际市场的覆盖面，主要聚焦于日本公司的研究（东京）以及欧洲公司的研究（伦敦）。

总而言之，这份年度报告将其业务描述为“以交易为基础，以声誉、人才和关系作为核心资产”。在1987年，如果作为一个潜在的投资者，我的结论是：所罗门公司是一家运营良好且具有全球业务的企业，然而，相比于华尔街同行，它并没有太多结构性的优势。

在这份年报中，所罗门公司的第二个和第三个业务（都较小）所涉笔墨不多。在此，商业融资业务被描述为向企业发放短期贷款的业务，主要客户来自欧洲和亚洲，包括公司、银行、政府和金融机构等。与1985年相比，1986年该业务的税前利润还有点下降：从1.82亿美元降到1.73亿美元。

最后一个业务被称为菲布罗能源。根据年报，菲布罗能源拥有实体炼油厂，精炼能力每天超过20万桶。事实上，它作为一个全能的炼油厂，可根据客户的要求提供从原油到成品油的一系列产品。除炼油外，菲布罗能源还有大宗商品交易业务：石油和非石油商品的套期保值、中介经纪和一般交易。该报告披露了所罗门公司的能源业务严重萎缩（与前一年相比），税前利润从1985年的1.19亿美元下降到1986

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年的0.33亿美元。但是，古弗兰认为，该业务第4季度相较第3季度已有改善，他希望这一业务能继续走向复苏之路。

在评估商业融资业务和能源交易业务的内在品质时，潜在投资者可能会认为它们与证券业务类似。所罗门的商业融资业务和能源业务有一定的优势，因为它比大多数同行有更大的网络，但在很大程度上，这两个业务的业绩主要取决于良好的执行力，而不是结构优势。

此外，还必须研读所罗门公司的财务报表。根据表13-2转载的部分财务数据，所罗门公司的收入连续5年保持增长，从1982年的29亿美元增加到1986年的68亿美元。这种增长的幅度与所罗门公司总资产的增长相匹配：其总资产从1982年的400亿美元增加到1986年的780亿美元。然而，所罗门公司的盈利能力却有一定波动性。虽然1982年和1983年的净利润率分别为11%和15%，但1984年的净利润率却降至5%。净资产收益率（ROE）是衡量金融机构业绩的另一个重要指标；对于这个指标，所罗门公司在1982年和1983年取得超过20%的业绩，而在1984年则小于10%。在1986年，其净资产收益率又上升到16%；考虑到当时的10年期政府债券利率为7%～8%，16%的净资产收益率是一个相当不错的业绩！

在评估金融机构时，另一个有用的指标是资产收益率（ROA）。然而，对于所罗门公司而言，资产负债表上的很多资产都是待出售的存货，或因投资银行业务交易而暂时计在所罗门公司资产负债表的存货上的资产。具体而言，在所罗门公司782亿美元的总资产里，有425亿美元是作为存货的债券、股本、大宗商品，还有188亿美元是签有回购协议的证券。因此，对所罗门公司而言，资产收益率没有多大作用，因为其持有的大多数资产将不会为公司带来投资回报。（在后文讨论巴菲特投资富国银行的案例时，我将更详细地讨论资产收益率和净资产收益率指标的问题。）在所罗门公司这个案例里，人员和业务交易才是最重要的。该公司的净固定资产合计只有3.11亿美元，很显然，公司不菲的盈利能力是其员工努力工作的结果。正因如此，年报指出，所罗门公司是一个运营良好的企业，但特别依赖业务执行能力（见表13-2）。

表13-2　5年财务报表摘要（1982～1986年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：百万美元，每股指标除外）

经营数据概览	1986	1985	1984	1983	1982
收入	6.789	5.701	4.039	3.123	2.947
净利润	516	557	212	470	337
基本每股收益	3.45	3.78	1.48	3.35	2.48
摊薄每股收益	3.32	3.60	1.41	3.10	2.26
总资产	78.164	88.601	58.370	42.017	39.669
长期负债	1.245	917	680	711	780
所有者权益	3.454	2.954	2.406	2 240	1.769
每股现金股利	0.64	0.54	0.54	0.52	0.47
每股所有者权益	22.72	19.93	16.62	15.73	12.84
资产收益率（%）	16.1	20.8	9.1	23.5	21.2

注：为了涵盖大宗商品交易，得到毛利，重计了1986年之前的收入。扣除特殊项目后，1984年净利润为2.24亿美元，约合基本每股收益1.55美元、摊薄每股收益1.45美元。特殊项目主要是石油和天然气资产的冲销和非能源的大宗商品业务的重组。

资料来源：Salomon Inc.，1986Annual Report，1.

就估值来说，从年度报告中可以看出，1986年第4季度，所罗门公司的股价处在38～44美元的范围内。到1987年中期，情况就很清楚了，这一年对金融机构而言都是困难的一年。在这一年的9月25日星期五（巴菲特收购公告发布前），所罗门公司的收盘价为每股32美元。[3] 虽然这只股票有明显的价格波动（事实上，像所有其他美国股票那样，在1987年10月的“黑色星期一”，所罗门的股票变得十分便宜），但在1987年前三季度，潜在投资者所见的这只股票的价格为30～40美元。

就巴菲特投资所罗门公司可转换优先股的每股38美元转股价，相关的估值如表13-3所示。

表13-3　公司市价总值的计算

股价（美元）	38.00
发行股数量①（百万）	1.563
市价总值（百万美元）	59.39

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

①基于1986年摊薄每股收益的平均流通股数，详见所罗门公司1986年年报第38页。

由于所罗门公司是一个金融机构，因此市盈率和市净率对于评估该公司的价值至关重要（见表13-4）。由于金融机构的财务杠杆和利息收入特点，企业价值/息税前利润倍数（EV/EBIT）对于评估公司业绩的相关性要小些。

表 13-4

市盈率	1986	1985
股价（美元）	38.00	38.00
每股盈余（美元）	3.32	3.60
市盈率	11.4	10.5

基于1986年的历史净利润，所罗门公司的股价对应11.4倍市盈率。对于这个运营良好但缺乏内在结构性优势的企业，如果当时审视这笔投资，我认为所罗门公司是一个估值合理的投资标的。如果按照每股30美元的价格，基于1986年全年利润的市盈率将是9倍。如果1986年的净资产收益率16%代表正常水平，那么，所罗门公司将具有非常好的投资价值（见表13-5～表13-6）。

就市净率来说，基于每股38美元的价格，市价总值将达到59亿美元。鉴于股东权益总额为35亿美元，则所罗门公司的市净率估值倍数为1.7倍。对于一个16%的净资产收益率的企业来说，这是一个合理的价格。当然，每股30美元的价格（对应1.4倍市净率）会更诱人！

表13-5　利润表（1984～1986年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：百万美元，除每股指标外）

3 年截止日为 1986 年 12 月 31 日	1986	1985	1984
营业收入①	6 789	5 701	4 039
利息费用	−4 484	−3 622	−2 504
销售、管理与一般费用	−1 512	−1 132	−875
特殊项目②	—	−4	−400
税前利润	793	943	260
所得税	−277	−386	−48
净利润	516	557	212
普通股每股指标：			
基本每股收益③	3.45	3.78	1.48
摊薄每股收益④	3.32	3.60	1.41
现金股利	0.64	0.54	0.54
平均在外流通股股数（千股）：			
基本每股收益	149 529	147 205	143 479
摊薄每股收益	156 349	155 853	154 745

①为了涵盖大宗商品交易，得到毛利，重计了1986年之前的收入。

②1986年的特殊项目主要包括与非能源的大宗商品业务重组相关的5400万美元成本，以及与退休计划结束相关的5000万美元利得。1984年的特殊项目主要包括3.07亿美元石油和天然气资产的冲销，以及非能源的大宗商品业务的重组成本。

③净利润与平均在外流通普通股股数之比。

④基于流通普通股的平均预估数——假设可转换证券全部转股，且具有稀释影响的股票期权全部行权。采用净利润外加基于可转换证券的权益的税后影响调整数（1986年为400万美元，1985年为500万美元，1984年为700万美元）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资料来源：Salomon Inc.，1986Annual Report，38.

表13-6 资产负债表（1985～1986年）

（单位：百万美元，除每股指标外）

截至12月31日	1986	1985
资产		
现金与定期存款	1.224	931
存货		
证券		
美国政府与联邦机构债券	25 611	30 253
银行承兑汇票、定期存单和商业汇票	2 628	3 494
公司债	7 768	8 110
抵押贷款	3 008	5 360
股票、市政债券和其他证券	2 309	1 932
证券总额	41.324	49.149
大宗商品	1.138	631
待回售的证券	18.797	22.424
贷款和应收账款	10.972	11.343
固定资产	311	140
支持抵押担保债券的资产	3.586	3.333
其他资产	812	650
总资产	78.164	88.601
负债与所有者权益		
负债		
待回购的证券	31.140	37.959
短期借款		
银行借款	7.469	8.844

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

截至 12 月 31 日	1986	1985
商业票据	3.993	4.294
已出售但尚未买进的证券		
美国政府与联邦机构债券	15.397	18.543
公司债	1.218	685
股票、市政债券和其他证券	314	400
已出售但尚未买进的证券合计	16.929	19.628
应付和应计	10.360	10.683
抵押担保债券	3.574	3.322
长期债务	1.245	917
总负债	74.710	85.647
所有者权益		
优先股，无面值；授权 500 万股；未发行	—	—
普通股（面值 1 美元，授权 250 000 000 股，1986 年已发行 152 512 432 股，1985 年已发行 149 061 380 股）	153	149
资本公积	264	211
留存收益	3.055	2.635
累计汇率换算调整	−11	−29
库存普通股（以成本计）		
1986 年 485 108 股	−7	−12
1985 年 856 588 股		
所有者权益合计	3.454	2.954
负债与所有者权益合计	78.164	88.601

资料来源：Salomon Inc.，1986Annual Report，36－37.

除了考虑市盈率和市净率估值，我认为还应该分析所罗门公司的历史增长情况。该公司的收入增幅不小，但每股收益增幅却没那么给力。由于当时的经营环境好像不太好，因此，我在评估所罗门公司的公允价值时，只会有限度地考虑增长这个要素。有鉴于此，在面临1987年的这个投资决策时，我会犹豫于以每股38美元的价格投资，但可能会以每股30美元的价格买进。请注意，在上面这个假设情形里，我指的投资标的是这家公司的普通股。

依我之见，在这项投资中，巴菲特最看重的一定是其优先股的固定收益特性，同时，想在这种优先股可转换特性的框架内，顺便把握一家运营良好企业普通股的潜在机会。如果从伯克希尔给股东的信中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

寻找相关线索的话，巴菲特确实把所罗门公司的投资，首先是作为一个债券类产品看待，他说，“很大程度上，这一投资属于中期固定收益证券类别。此外，我们还拥有一个有益的转股机会”。[4]

这笔对所罗门公司的投资反映了巴菲特一个更加明显的投资趋势，即通过（可转换的）优先股来进行投资。这种方式不仅异于行业的通行做法，而且也不同于巴菲特此前通过普通股投资的风格。在1989年给股东的信中，巴菲特指出，尽管对于具有极好前景却被市场低估的公司而言，可转换优先股投资可能无法匹配潜在的回报，但他仍然预期这些投资能够取得高于固定收益投资组合的收益。此外，这些投资也与巴菲特的导师本杰明·格雷厄姆的看法一致，即“一个真正的投资必须有两个特质：一定程度的本金安全性以及令人满意的回报率”。[5]

在巴菲特投资后，这个投资标的忽然演绎出了一个跌宕起伏、眼花缭乱的故事！在巴菲特宣布投资所罗门公司不久，首先，接踵而至的是1987年10月的股市崩盘。刚开始，巴菲特并没有太大的理由过分担忧这笔投资。股价暴跌后，优先股似乎不太可能被转为普通股，但其固定收益特性将继续保证每年9%的股利。不过，在随后的几年里，一场风暴意外地一路袭来！在1991年8月，所罗门公司公告：该公司违反了美国财政部的债券拍卖规则，因此，公司高管引咎辞职。该事件始于一个不诚实的员工（保罗·莫泽）提交虚假报价，随后，发展到被公司管理层掩盖——一层层升级，直至把古弗兰也囊括其中。这场危机变得极其严峻，以致美国财政部一度威胁要取消所罗门公司国债主要交易商的资格！在随后的很多书中，都绘声绘色地描述过这个历险故事，包括马丁·迈耶所著的《华尔街噩梦》（Nightmare on Wall Street），但相关的要点都不外乎：在这桩丑闻的重压之下，所罗门公司已经被逼到了破产倒闭的边缘！几年后，作为临时董事长的巴菲特掌控了所罗门公司，以诚信为第一原则，重塑了整个企业。最终，所罗门被罚款2.90亿美元，古弗兰也因此离开公司。在1997年，旅行者集团（Travelers Group）以90亿美元的对价收购了整个所罗门公司。1991～1992年，在花了9个月时间掌管所罗门公司之后，巴菲特回到了伯克希尔－哈撒韦公司，继续扮演着原来的角色。1998年，旅行者集团与花旗公司合并组成了花旗集团。该集团现今仍然存在，而且包括了原所罗门公司的业务。

从财务角度看，巴菲特的所罗门投资遭遇了巨大麻烦，但伯克希尔最终还是赚钱了！除了转股之前所得的9%的稳定股利，巴菲特还行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

使转股权。总的来说，这可能是巴菲特最初的分析预期没能实现的投资案例（可能这种分析听起来没有问题）。但巴菲特选择的交易结构和后续对局势的影响力，最终减轻了本会使他遭受的重大财务损失。

[1] 巴菲特致伯克希尔－哈撒韦股东的信，1988年2月29日。
[2] Alice Schroeder, The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life (New York: Bantam, 2008),541.
[3] James Sterngold,“ Salomon to Sell 12 Percent to Buffett,” New York Times, September 28, 1987.
[4] 巴菲特致伯克希尔－哈撒韦股东的信，1988年2月29日。
[5] Robert G. Hagstrom, The Warren Buffett Way: Investment Strategies of the World’s Greatest Investor(Hoboken, NJ: Wiley, 1997).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第14章　1988：可口可乐公司

1988年秋，郭思达和唐纳德·基奥（分别是可口可乐的董事长和总裁）注意到，有人在大量购买其公司的股票。后来得知，那人就是沃伦·巴菲特。那时，相较于1987年“黑色星期一”崩盘前的高位，可口可乐股价已经跌去了25%，而巴菲特正在尽可能地增持。到1989年春，巴菲特已经拥有可口可乐约7%的股份，平均成本约为每股42美元。[1] 坊间的笑话说：就巴菲特来说（极爱喝樱桃味的可口可乐），这是“肥水不流他人田”。

对1988年的潜在投资者来说，可口可乐（见图14-1）已经是一个家喻户晓的名字。这家拥有辉煌历史的公司，当时还有一些值得关注的发展。作为一家销售专利药饮的企业，该公司起源于19世纪80年代，但到20世纪40年代，可口可乐公司已经成为国家的标志性企业！1919年，可口可乐公司在股票交易所上市；到了20世纪80年代，它已成为一家根基稳固的跨国企业。根据公司1985年年报，可口可乐当年软饮的海外销量已经达到总量的62%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



图 14-1

20世纪七八十年代，也是可口可乐与其对手百事可乐的“可乐战”鏖战正酣的十几年。1975年，百事可乐公司推出“百事擂台”，即在全美国的大型商场，进行可口可乐和百事可乐的口感盲测。由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不少品尝者偏好更甜的饮料，百事可乐在此次挑战中赢得了多数参与者的喜爱。到20世纪80年代，这次成功的广告营销使可口可乐的形象受损，并使百事可乐从可口可乐那里赢得一些市场份额。在1985年，随着“新可乐”的推出，这两家公司的较量达到了高潮。“新可乐”对原可口可乐配方进行了较大的改动，口感盲测的结果超过了可口可乐和百事可乐。原因可能是新可乐比之前的可乐要甜得多；不过，这就出现了一种尴尬：可口可乐在之前的营销推广中，区隔自己与百事的亮点就是甜度较低！虽然早期对新可乐的接受还不错，但一群嗓门很高的少数派顾客很快便开始要求老可乐的回归！老可乐的形象过于根深蒂固了，以至于尽管新可乐在口感盲测中略胜一筹，但有些老客户依旧强烈要求老可乐重回市场。如今，这番折腾已作为市场营销教科书中的标准案例。1985年7月10日，老可乐（更名为“经典可口可乐”）重新上架售卖。及至1985年12月，据说经典可口可乐的销量已经领先于新可乐和百事可乐。公众的看法似乎是：虽然新可乐的推出显然是营销的误招，但可口可乐的品牌强大到足够消除它的消极影响。[2]

这就是巴菲特1988年投资可口可乐时的公司经营背景。此时，还有两个与投资者相关的情况：1982年，可口可乐公司已经推出了健怡可乐；1985年，推出了樱桃可乐。及至1988年，健怡可乐毫无悬念地发展成了公司的明星产品。

当时，在投资者可获得的公开文件中，最有价值的信息就是1987年年报（1988年设法解读这家公司的投资者能够获得的最新的完整年份报告）。在第6页，郭思达（董事长兼CEO）说道，可口可乐主要业务是销售软饮料——这项业务的营业利润占总额的95%。当时，可口可乐公司的整体业务结构如表14-1所示。

正如我们所看到的，可口可乐公司的经营利润绝大部分来自软饮料事业部。潜在投资者可以集中精力分析这个部门。

表14-1　经营分部概览

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分部	收入（百万美元）	占总收入百分比（%）	营业利润率（%）	备注
软饮料	6 229	82	23.0	可乐，健怡可乐，樱桃可乐
食品	1 414	18	7.3	美汁源果汁
股权投资	未并表	不适用	不适用	灌装子公司和哥伦比亚电影公司的股份
总计	7 658	100	17.8	数据包含销售费用和管理费用

资料来源：The figures were assembled from assorted financial information from the Coca-Cola Company’s 1987Annual Report.

从年报的第8页开始，管理层把核心软饮料业务的主要内涵描述如下：①向灌装厂这类客户销售软饮料糖浆和浓缩液；②打造可口可乐特许经营品牌，刺激终端消费者的购买。管理层还给出了1987年清晰的运营指标：销量总体增长6%。鉴于软饮料事业部的收入增长了10%，[3] 我们可以由此推断，1987年的平均价格增长了4%。能够同时涨价和提升销量的公司通常拥有较强的市场地位，所以，1987年，可口可乐公司软饮料事业部的营业利润增长了21%，就不足以为奇了！

除了它能以更高价格卖出更多产品的相关信息之外，公司管理团队还以国家/地区为单位分别提供了销量的动态数据（见图14-2，信息来自1987年年报第8页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

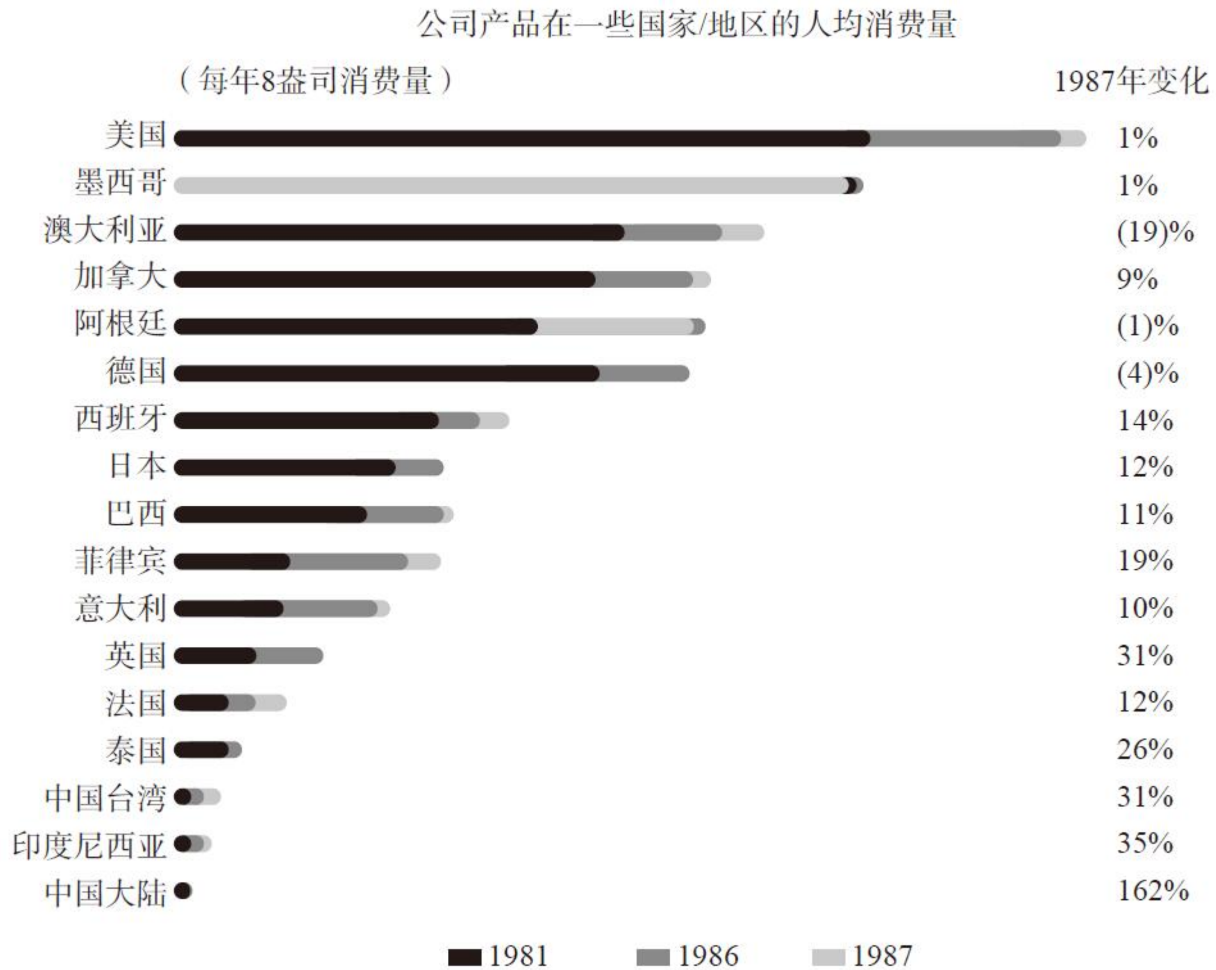


图14-2　可口可乐的全球销量

仅是这个图就可以帮助当时的潜在投资者，更好地了解可口可乐业务在国际市场的显著增长。这里可以引出一个非常清晰推论：1987年，美国之外的人均可乐消费量要明显少于比美国市场，因此，该业务未来还有很大的增长空间。与此同时，这个推论被相关数据所证实：有数据显示在众多绝对消费量较低的国家/地区（西班牙、日本、巴西和中国）都实现了年销量两位数的增长。当时，精明的投资者是不可能忽视这些市场的销售潜力。

在表14-2中，我展示了1985～1987年间软饮料事业部的数据，并假设1985～1987年[4]国内和国际收入增速持续到1990年的情况下，推算了1987～1990年那些数据将会是多少。请注意，我没有基于1987年的水平推算利润率的增长。我相信这些预测都是很保守的，因为有分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

销网络和提价能力的企业，本质上具有以更高利润率销售更多产品的潜力。

正如你所看到的，即使没有更高利润率之惠（但应该如此），但由于国际业务在未来几年的增长，公司核心软饮料事业部的息税前利润将以每年20%的速度增长。实际上，国际业务也已经成为可口可乐公司的支柱业务，并且收入和息税前利润的增长远远超过20%。不用细究财务细节（将在这章稍后讨论），对于当时的投资者来说，可口可乐公司明显是一个风头正劲的卓越公司！

表14-2　软饮料分部数据（1985～1987年）

软饮料								
收入	1985	1986	1987	1985～1987年增速	1988年（预测）	1989年（预测）	1990年（预测）	1987～1990年增速
美国收入	1 864.7	2 016.3	2 120.1	6.6%	2 260.6	2 410.5	2 570.3	6.6%
息税前利润	217.2	293.3	323.6	22.1%	345.1	367.9	392.3	6.6%
息税前利润率	11.6%	14.5%	15.3%		15.3%	15.3%	15.3%	
国际收入	2 676.7	3 628.6	4 109.2	23.9%	5 091.4	6 308.3	7 816.2	23.9%
息税前利润	672.8	888.0	1 108.9	28.4%	1 374.0	1 702.4	2 109.3	23.9%
息税前利润率	25.1%	24.5%	27.0%		27.0%	27.0%	27.0%	
总收入	4 541.4	5 644.9	6 229.3	17.1%	7 352.0	8 718.8	10 386.4	18.6%
总息税前利润	890.0	1 181.3	1 432.5	26.9%	1 719.0	2 070.3	2 501.6	20.4%

资料来源：基于可口可乐公司1987年年报中附录的信息。

管理层还论述了公司在世界各地市场的积极进展：公司在德国的一些重组，在日本、菲律宾和巴西的内生增长。他们还提到灌装厂的持续整合已带动分销效率的提升。所有这些都是积极的，不过只是锦上添花：很好，不过只是强化了可口可乐是一家卓越公司的结论。

很明显，软饮料事业部对可口可乐公司整体财务状况影响巨大，因此，管理层对另外两个事业部（食品和股权投资）的阐述就不那么详细了。关于食品事业部，它的业务主要是美汁源品牌果汁的营销和生产。具体来说，食品事业部的业务以前主要是销售冷冻浓缩果汁，但现在正进行重组，以把业务转到销售冷藏果汁上来。管理层注意到，虽然美汁源在冷冻浓缩果汁领域是市场的领导者，但它在冷藏果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

汁领域只排第二，而冷藏饮品更受美国消费者欢迎，而且增长更快。正因如此，公司管理层投入大量资源调整业务并支持推出新品。在财务方面，虽然食品事业部的收入增长了7%，从13.2亿美元增长到14.1亿美元，但营业利润却从1.2亿美元降至0.67亿美元。在调整了关于部门重组的0.36亿美元准备金之后，营业利润的负值降低了，但仍然减少了0.17亿美元。总之，这个事业部看起来似乎经营状况不佳，但扭转颓势的战略很合理。

最后的事业部（股权投资事业部）是可口可乐公司持有的少数股份权益的经营管理部门。首先，它包括可口可乐公司在主要的灌装伙伴公司（美国可口可乐企业集团和加拿大T.C.C.饮料公司）持有49%的权益。它还包含下述其他灌装公司中更少的权益：可口可乐灌装公司、约翰斯顿可口可乐灌装集团、纽约可口可乐灌装公司以及一些海外灌装公司。除了持有灌装公司的股份，可口可乐公司还持有哥伦比亚影视娱乐公司49%的股份。哥伦比亚影视娱乐公司源于1987年9月哥伦比亚影视公司和三星公司（Tri-Star）的合并（自从1982年起，哥伦比亚影视公司由可口可乐公司全资控股，三星公司则是由可口可乐公司持有部分股份）。当时哥伦比亚影视娱乐公司已经是主要的电影制片公司之一且拥有300家连锁影院。虽然上述这些公司都未并表，即可口可乐公司的收入和利润不包含它们，但它们显然是具有价值的大型成功企业。

在分析可口可乐公司的详细财务信息之前，我想简要地讨论一下，当时的潜在投资者会如何看待那时可口可乐公司的管理团队。自1980年起，郭思达就任职可口可乐公司的首席执行官兼董事会主席；自1981年起，唐纳德·基奥就任职公司的首席运营官兼总裁。因此，在1988年年初，尽管在他们任期里媒体的报道并不总是好的，但管理团队显然是得到实践验证过的，而且还有着极好的财务业绩。1985～1987年的财务报告中，我们可以清楚地看到，管理团队是专注于股东回报和核心运营指标的。例如，在对自己业绩的整体评估中，他们详细阐述了3个指标，表明他们关心股东的资本回报和有形现金收益（见图14-3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

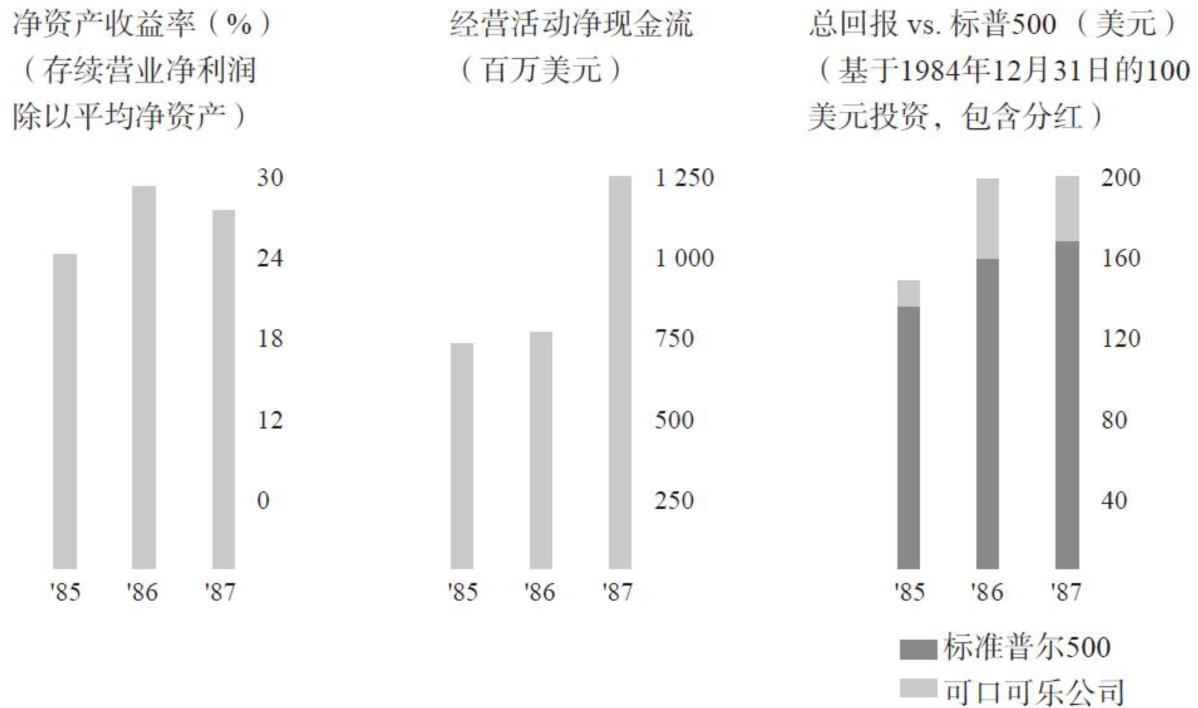


图14-3　主要财务指标

现在，让我们转到公司1987年的财务报表。在这份年报的34页和35页上，10年摘选的财务数据显示：在过去10年中，除了1982年，该公司每年的收入都保持增长；而营业利润，除了1984年，其他每年也都保持增长；至于每股收益，该公司拥有过去10年每年都保持增长的完美记录！这些财务数据让人联想到巴菲特投资美国运通时该公司的财务状况，而且，对当时的任何分析师而言，这些数据都是发展极为稳定的公司的明显标志。同样，可口可乐公司的实际数据显示，1977～1987年，公司收入和每股收益平均每年增长12%——这没有考虑此期少数股东权益变动或分拆业务的垫付费用。

聚焦1987财年，基于每个单独事业部的不菲业绩（前面已经论述过），可口可乐公司总体收入同比增长10%，营业利润同比增长12%，[5] 就不足为奇了！不过，更为重要的是：要基于已用有形资金收益率指标，来分析企业创造复利的能力。在1987年年末，资产负债表显示可口可乐公司拥有的已用有形资金如表14-3所示。

表　14-3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

类别	金额（百万美元）	占收入的百分比（%）
固定资产	1 598	20.9
库存	777	10.1
应收账款	672	8.8
应付账款	−1 430	−18.7
已用资金总额	**1 617**	**21.1**

税后净营业利润（NOPAT）的计算如表14-4所示。

表　14-4（单位：百万美元）

营业利润①（息税摊销前利润）	1 360
税金②（34% 利率）	− 462
税后净营业利润	**898**

①鉴于摊销金额有限，我将可口可乐公司报告中的营业利润看作息税摊销前利润，并对特殊项目进行调整。

②1986年10月，1986年《税收改革法案》（TRA 86）通过，法案将最高公司税率从46%降低为34%。1987年是过渡的一年，潜在投资者应预料到1988年的最高税率为34%。

基于这些数据，可口可乐公司的已用有形资金收益率（RTOCE）为55.5%！这远远高于20%——我个人内心衡量已用有形资金收益率的高标杆。这表明可口可乐公司既能经营轻资本的业务，同时还能获得极强的盈利能力（相对于资本密度而言）。显然，不将关联的灌装厂合并报表帮助可口可乐提升了上述指标。从内部复利角度看，因为享有高于10%的年增幅和很高的已用有形资金收益率，可口可乐公司创造复利的能力非常强。作为一名潜在投资者，在进行上述分析之前，我就知道可口可乐公司是个基本面很好的公司；分析了这些数据之后，我的结论是：可口可乐的确是一家令人赞叹的企业！

最后，我们还得看看，对于当时潜在投资者而言，投资可口可乐的估值水平。在这份年报中，可口可乐披露了公司股价52周的最低价、最高价和年终收盘价。在1987年，最低股价是29美元，最高股价是53.13美元，年终收盘价为38.13美元。假设1988年年初的股票价格大致在上年年终股价的上下范围内，那么，可口可乐公司的股价对于潜在投资者而言，大约是每股40美元。实际上，虽然当时的投资者无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法阅读巴菲特1988年致股东的信，但上述估算的价格与巴菲特在1988年投资可口可乐公司的成本是一致的——在致股东信中，他介绍当时投资的价格是每股41.8美元。[6]

基于年度报告中给出的其他详细信息，可口可乐的企业价值（EV）计算如表14-5所示。

表14-5　计算企业价值

股价（美元）	40.00
已发行股票数量①（百万）	375
市价总值（百万美元）	15 000
净金融债务②（百万美元）	1 237
企业价值（百万美元）	16 237

①1987年年底，已发行股票数量为3.72亿股；已发行的股票期权为0.056亿股。由于股票期权的执行价在10～45美元，我认为应有0.03亿股被计算在已发行股票里。

②净金融债务是基于下述数字算出：16.85亿美元的短期贷款和债务、2.13亿美元的一年内到期长期债务、8.03亿美元的长期债务、10.17亿美元的现金余额、4.51亿美元的有价证券以及0.04亿美元的退休金负债。

就像前文在阐述财务业绩时所计算的，调整特殊项目后的息税摊销前利润为13.6亿美元。为了得到企业价值/息税摊销前利润（EV/EBITA），计算如表14-6所示。

表14-6　企业价值/息税摊销前利润倍数

企业价值/息税摊销前利润	1987
息税摊销前利润（百万美元）	1 360
息税前利润率（%）	17.8
企业价值/息税摊销前利润倍数	11.9

这个1987年的企业价值/息税摊销前利润数字，意味着可口可乐公司是以11.9倍的企业价值/息税摊销前利润的估值进行交易的。这显然是个不便宜的估值。但在估算这个倍数时，有几个未并表的实体价值没有计入其中。现在，让我来尝试解决这一问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就理想的角度来说，对于未并表实体的价值（特别是那些上市实体），可以基于它们的市场价值进行部分加总估值。鉴于很难得到那些数据，我会按照可口可乐的处理方式，考虑它们的资产价值——要清楚这些数字多半都低估了那些未并表实体的市场价值。[7]作为这种情形的例证，可以看看可口可乐公司1987年年报的合并财务报表附注的第3项：在阐述其所持的T.C.C.饮料公司的部分上市权益中，当可口可乐把它们从历史成本转换到市价，进行重新估值时，确认了一笔会计收益。

基于资产负债表的数据，未并表的实体价值是25.48亿美元。如果我们在企业价值里减去这部分，则可口可乐的企业价值将减少为136.89亿美元。那么，调整后的企业价值/息税摊销前利润的倍数如表14-7所示。

表14-7　调整后的企业价值/息税摊销前利润倍数

企业价值 / 息税摊销前利润	1987 年调整后
息税摊销前利润（百万美元）	1 360
息税前利润率（%）	17.8
调整后的企业价值 / 息税摊销前利润倍数	**10.1**

10.1倍的企业价值/息税摊销前利润依然不是非常便宜，但鉴于这家企业的品质，这看起来还是一个非常好的价格。假设那些以成本法计量的未并表的实体还有更多的隐藏价值，那么，调整后的企业价值/息税摊销前利润的倍数将会更低。

就市盈率倍数，我既计算了年报数字，也计算了调整后的数字（在市价总值中减去未并表企业的价值）。调整后的市价总值是124.52亿美元，那么，由此得到的调整过的股价是33.21美元（所用的流通股数量是3.75亿股）。

可口可乐公司的市盈率倍数与企业价值/息税摊销前利润倍数应该基本一致。应该指出的是，由于美国在1988年开始实行较低的企业所得税率，因此即使净利润相同，它的每股收益在1988年会高一些。在不考虑任何增长的情况下，潜在投资者算出的1988年的市盈率应该低于13.7倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管如此，正如10.1倍的企业价值/息税摊销前利润倍数那样，13.7倍的市盈率仅对真正卓越的企业（如可口可乐公司）才是个不错的价格（见表14-8）！对没有增长的企业，当时保守投资者（今天的也一样）投资价格不会超过约7倍的企业价值/息税摊销前利润或10倍的市盈率。有鉴于此，我的结论是：巴菲特所付价格里考虑了该公司的增长。当时很明显，可口可乐的核心软饮料业务正受惠于多帆驱动之态：①由欠发达市场较以前更高的人均消费量所驱动的国际扩张，以及②由分销网络整合和新增网络密度驱动的效率持续提升。此外，可口可乐公司的增长既有很长的历史持续性，而且未来几十年的前景也很清晰。最终，投资可口可乐公司成为巴菲特以一个非常公允的价格（也是大部分投资者认同的），投资了一家卓越企业的经典案例！

表14-8　市盈率

市盈率	1987 年	1987 年调整后
股价（美元）	40.00	33.21
每股收益（调整后）(美元)	2.43	2.43
市盈率	16.5	13.7

巴菲特投资可口可乐的传奇还有续集：1988～1989年，他对可口可乐公司继续投资了超过10亿美元。这几乎大约是当时伯克希尔公司全部市值的25%。

从事后的角度看问题很容易；在巴菲特可口可乐这项投资中，我们能看到他那奇迹般准确的预测和所获的丰厚投资收益。然而，若不做事后诸葛亮，从这一案例中，我们所学到的另一个点是：要从假风险中识别出真正的风险。很明显，当时所有的媒体报道和一些市场份额数据显示，在20世纪80年代，可口可乐公司的确正面对来自百事可乐的激烈竞争。然而，相关历史数据表明，那时并未有相互伤残的竞争大战。从母公司的角度看，可口可乐最大的业务是国际业务，而且作为一个整体，国际业务和可口可乐在那几十年发展极佳！虽然有人也许会说巴菲特仅仅在新可乐事件后的1988年进行了投资，但在我看来，这里蕴含的更大的经验是，巴菲特能专注于那些扎实的数据和整体情况（见表14-9～表14-11）：可口可乐公司是一家卓越的企业，过往非常成功，而且，在未来会更加成功！

表14-9　财务概要（1977～1987年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：百万美元，除比率和每股指标外）

财务年度 截至12月31日	单位	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977
运营概要												
净营业收入	百万美元	7.658	6.977	5.879	5.442	5.056	4.760	4.836	4.640	3.895	3.423	2.733
产品成本	百万美元	3.633	3.454	2.909	2.738	2.580	2.472	2.675	2.594	2.101	1.854	1.531
毛利润	百万美元	4.025	3.523	2.970	2.704	2.476	2.288	2.161	2.046	1.794	1.569	1.222
销售和管理费用	百万美元	2.665	2.446	2.163	1.855	1.648	1.515	1.441	1.366	1.150	967	694
重组减计准备	百万美元	36	180	—	—	—	—	—	—	—	—	—
营业利润	百万美元	1.324	897	807	849	828	773	720	680	644	602	528
利息收益	百万美元	207	139	145	131	90	119	85	56	46	41	32
利息费用	百万美元	279	197	190	127	77	76	34	30	10	7	6
投资收益	百万美元	118	156	164	117	84	46	20	14	18	17	19
净其他收入（损失）	百万美元	—	33	66	12	2	11	−20	−13	−7	−18	−12
出售子公司权益利得	百万美元	40	375	—	—	—	—	—	—	—	—	—
持续经营税前利润	百万美元	1.410	1.403	992	982	927	873	771	707	691	635	561
所得税	百万美元	494	469	314	360	374	379	339	313	306	284	251
持续经营业务净利润	百万美元	916	934	678	622	553	494	432	394	386	351	310
净利润	百万美元	916	934	722	629	559	512	482	422	420	375	331
每股指标												
持续经营业务净利润	美元	2.43	2.42	1.72	1.57	1.35	1.27	1.17	1.06	1.04	0.95	0.84
净利润	美元	2.43	2.42	1.84	1.59	1.37	1.32	1.30	1.14	1.13	1.01	0.89
股利												
现金股利	美元	1.12	1.04	0.99	0.92	0.89	0.83	0.77	0.72	0.65	0.58	0.51
实物股利	美元	0.90	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
年底头寸												
现金和有价证券	百万美元	1.468	869	835	734	559	254	344	235	153	325	351
固定资产净额	百万美元	1.598	1.538	1.482	1.284	1.247	1.233	1.160	1.045	976	833	688
总资产	百万美元	8.356	7.484	6.246	5.211	4.550	4.212	3.373	3.152	2.710	2.439	2.144
长期债务	百万美元	803	908	739	631	428	423	132	121	22	15	15
总债务	百万美元	2.702	1.610	1.139	1.229	520	493	227	213	130	69	57
股东权益	百万美元	3.224	3.515	2.979	2.778	2.921	2.779	2.271	2.075	1.919	1.740	1.578
总资本	百万美元	5.926	5.125	4.118	4.007	3.441	3.272	2.498	2.288	2.049	1.809	1.635
财务比率												
净资产收益率	%	27.2	23.8	23.5	21.8	19.4	19.6	19.9	19.7	21.1	21.2	20.6
债务资本比率	%	45.6	31.4	27.7	30.7	15.1	15.1	9.1	9.3	6.3	3.8	3.5
现金股利支付率	%	46.0	43.1	53.7	58.0	65.3	62.8	59.5	63.2	57.6	57.4	57.5
其他数据												
流通股平均数	百万美元	377	387	393	396	408	390	372	372	372	372	369
资本支出	百万美元	300	346	412	300	324	273	279	241	309	234	203
折旧	百万美元	152	151	130	119	111	104	94	87	77	61	55
12月31日股价	美元	38.13	37.75	28.17	20.79	17.83	17.33	11.58	11.13	11.50	14.63	12.42

资料来源：The Coca-Cola Company，1987Annual Report，34－35.

表14-10　合并资产负债表（1986～1987年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：千美元）

	财务年度截至 12 月 31 日	
	1987	1986
资产		
流动资产		
现金	1 017 624	606 848
有价证券，成本（接近市价）	450 640	261 785
商业应收账款，减备用金 13 429 美元和 11 657 美元	672 160	672 568
存货	776 740	695 437
预付账款及其他资产	674 148	932 630
应收票据（哥伦比亚公司）	544 889	—
流动资产合计	4 136 201	3 169 268
投资和其他资产		
联营公司投资	—	—
哥伦比亚公司	989 409	1 436 707
可口可乐公司	749 159	709 287
T.C.C. 饮料公司	84 493	87 696
其他	435 484	212 194
应收账款和其他资产	289 000	217 046
投资和其他资产合计	2 547 545	2 662 930
固定资产		
土地	112 741	98 842
建筑物及构筑物	763 317	695 029
机械及设备	1 488 464	1 390 689
集装箱	275 120	287 672
合计	2 639 642	2 472 232
减折旧备用金	1 041 983	934 679
固定资产合计	1 597 659	1 537 553
商誉及其他无形资产	74 155	114 377
总资产	8 355 560	7 484 128
负债及股东权益		
流动负债		
应付账款和应计费用	1 430 193	1 198 407
贷款和应付票据	1 685 408	697 743
1 年内到期的长期债务	213 609	4 628
应付实物股利	335 017	—
应计税款（含所得税）	454 313	344 141
流动负债合计	4 118 540	2 244 919
长期债务	803 352	907 676

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

	财务年度截至 12 月 31 日	
	1987	1986
递延所得税	209 880	239 813
应付哥伦比亚公司	—	576 741
总负债	5 131 772	3 969 149
股东权益		
优先股，1 美元面值—授权：100 万股；无发行股和流通股	—	—
普通股，1 美元面值—授权：700 万股；已发行股份：415 977 479 股（1987）和 414 491 987 股（1986）	415 977	414 492
资本盈余	338 594	299 345
收益再投资	3 783 625	3 624 046
外币汇兑调整	−5 047	−118 087
合计	4 533 149	4 219 796
减库存股，成本价（43 621 336 股，1987；29 481 220，1986）	1 309 261	704 817
股东权益合计	3 223 888	3 514 979

资料来源：The Coca-Cola Company，1987Annual Report，36－37.

表14-11　合并利润表（1985～1987年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：千美元，除每股指标外）

财务年度截至 12 月 31 日	1987	1986	1985
净营业收入	7 658 341	6 976 558	5 879 160
产品成本	3 633 159	3 453 891	2 909 496
毛利润	4 025 182	3 522 667	2 969 664
销售和管理费用	2 665 022	2 445 602	2 162 991
重组减计准备	36 370	180 000	—
营业利润	1 323 790	897 065	806 673
利息收益	207 164	139 348	144 648
利息费用	279 012	196 778	189 808
投资收益	118 533	155 804	164 385
其他收入（损失）(净额)	34	33 014	66 524
出售子公司权益利得	39 654	375 000	—
持续经营业务税前利润	1 410 163	1 403 453	992 422
所得税	494 027	469 106	314 856
持续经营业务净利润	916 136	934 347	677 566
非持续经营业务净利润（减 7 870 美元所得税后净额）	—	—	9 000

（续）

财务年度截至 12 月 31 日	1987	1986	1985
出售非持续经营业务利得（减 20 252 美元所得税后净额）	—	—	35 733
净利润	916 136	934 347	722 299
每股指标			
持续经营业务净利润	2.43	2.42	1.72
非持续经营业务净利润	—	—	0.12
净利润	2.43	2.42	1.84
流通股平均数	377 372	386 831	393 354

资料来源：The Coca-Cola Company，1987Annual Report，38.

[1] 巴菲特致伯克希尔－哈撒韦股东的信（1988 年和1989 年）。
[2] Andrew Kilpatrick, Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett (Mountain Brook, AL: AKPE,2006), 241－264.
[3] 可口可乐公司，1987 年年报，第48 页。
[4] 基于可口可乐公司1987 年年报附录的相关信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[5] 我已经调整了1986年和1987年的营业利润（未计与准备金和重组成本相关的特殊费用），而且，我的增长率计算是基于这些数字的。按报告（未调整）数字计，相关的营业利润增幅是48%。
[6] 巴菲特致伯克希尔－ 哈撒韦股东的信，1989 年2 月28 日。
[7] 有些未并表的实体是以市价总值进行估值的，而另一些却是按照成本法来定价的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三部分　近期（1989～2014年）

随着规模的增长，伯克希尔－哈撒韦在进入20世纪90年代时，就已经有了数十亿美元的价值。在此之前，巴菲特已经成为一位著名的投资人，首先扬名于投资界，随后成为今天家喻户晓的人物。在这个阶段，巴菲特投资了更多的私募交易，同时，也购买了一些声名显赫的大企业的股票。此期，巴菲特的一个核心行为特征是：由于伯克希尔－哈撒韦的成长壮大，他的投资规模进入了巨量的级别；这种巨额资金的投资带来了潜在的挑战，同时，也内携潜在的优势——更多的资金意味着更多的交易机会和提供更多资金的能力（在竞争对手无法匹敌之时）。在这个年代的后期，巴菲特忙于寻找配置这些大笔资金的最佳方式，或者，用他自己的话说，设法卸下“猎象之枪”。与此同时，他还在继续着力于从内生机制的角度，构建伯克希尔的核心业务，尤其是保险业务。

1989～2014年的经济背景差异很大，至少可以说，是变化多端。在20世纪90年代末期，联军进入了第一次海湾战争，同时，美国进入了一个全面（但短暂）的衰退。这时的股票价格崩盘，其中也包括伯克希尔－哈撒韦的股票——它的价格较前一年的跌幅相当大。按照借用战争恐慌购买的经典含义，这是一个收购扫货的好时机，巴菲特参与其中，购买了富国银行的股票。不过很快，十来年的悲观氛围逆转为市场狂欢。及至2000年，股票牛市再现，而且，还是几十年都没有出现过的股市盛况。最近这次牛市的根源是互联网的发展及其背后的技术演进。此期，这个领域的许多公司证明它们的创新力要强于其盈利能力，但这种创新的新纪元和还说得过去的估值，并没能阻止一个市场的非理性狂欢。

就像所有的狂热最终都会被影随的恐慌所取代的一样，互联网泡沫终于在21世纪初期破灭。在2002年，美国经济和全球经济又一次陷入了另一次衰退之中。而在2001年9月，恐怖分子对纽约城双子大厦的袭击震颤了整个世界！紧随2002年的那些年份都是市场复苏期。牵引这次复苏的则是在住宅价格上形成的新一轮泡沫。及至2007年，道琼斯指数竟然越过了14000点，甚至远远高出了2000年的峰值（此时的点位仅略高于11000点）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不过，在相关的背景之下，下述深植的问题开始浮现：主权债务问题、商业银行抵押贷款宽松政策的结果。这些问题的丑恶面孔迅速显现，经济从2007年的峰顶跌落至2008年的深度危机之谷。伴随这次金融阵痛的是金融市场的极度动荡。在这场混乱之中，全球最大的金融机构之一的雷曼兄弟，成为轰然倒下的祭品之一。为了避免20世纪30年代大危机的再现，发达国家进行了数轮金融机构的拯救活动。在为它们注入巨额资本之后，随之而来的经济复苏速度超出了人们的预期。在2009年年末之前，道琼斯指数又一次越过了10000点的关口。不过，在2010年之前，有些深层的问题和注入巨额钞票的后遗症尚未消失。在2011年，金融领域仍然存在着很大的不确定性。这个阶段最大的市场动态之一，是大宗商品价格的上升，特别是黄金和石油。在这个时期，巴菲特有意识地设法利用各种可能的投资机会。他最近的一次大型收购（伯灵顿北方公司）就是在2009年的经济动荡中进行的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第15章　1989：美洲航空集团

就像与所罗门兄弟的交易一样，沃伦·巴菲特于1988年对美洲航空集团（US Air）的投资所涉的是优先股：购买3.58亿美元的优先股，10年后强制赎回，9.25%的股息率，和以每股60美元转为普通股的权利。当时的普通股价格在每股35美元左右，相应的美洲航空（见图15-1）的总市值为15亿美元。虽然这笔投资最终是盈利的，但对巴菲特来说，美洲航空的交易常常被作为一个投资失误的案例而提及引用。即便是在他给股东的年度信函里，巴菲特也论述了这笔投资的不足之处，以及他未能正确甄别这笔投资的前景。例如，在他1996年年底给予股东的信函中，他阐述道：

我喜欢并推崇埃德温·卡洛尼（该公司当时的CEO），而且，我现在仍然如此。但我对美洲航空业务的分析流于表面，且是错误的。当时，我受到了下述两个因素的误导：该公司长期盈利的经营史；拥有优先级证券所给予我的保护。这些使我忽略了一个关键点：随着航空业管制的解除，美洲航空的收入，将会受到日益激烈的市场竞争所带来的负面影响，与此同时，在管制庇护的利润之下，所形成的成本结构，还一时半会儿无法得到改变。无论这家航空公司过往的业绩如何亮丽，如果这些成本问题不予以解决，那么，它们就是灾难的征兆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



图 15-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回首往事，批评投资决策是一件很容易的事情。这里内含一个有趣的问题：彼时，潜在投资者会如何看待美洲航空呢？要想回答这个问题，人们必须回头认真审视美洲航空1988年年报，即巴菲特购买该公司之前最近一个完整年份的年报。

这份报告始于重点财务数据的披露，显示1988年美洲航空录得57.1亿美元收入，1.65亿美元的净利润。此前一年，该公司也有盈利，在30亿美元收入的基础上，录得1.94亿美元的净利润。基于这些核心财务数据和董事长兼CEO埃德温·卡洛尼随后的经营回顾内容，美洲航空公司的总体情况是：这是一家盈利的公司，但正在经历大范围的巨变。该公司刚刚完成了收购西南太平洋航空的整合，正启动整合彼得蒙特航空的工作（它是1989年兼并的）。总的来说，这两项收购使得美洲航空的经营规模翻了一番还多，在全美境内增加了一些航线。在内生性成长上，1988年年末，美洲航空已经确认了83架新飞机的订单（订单价值20亿美元），将在1989～1991年交付，外加108架飞机的可选订单（订单价值30亿美元）。这里仅确认的订单就会使美洲航空的现有集群总量增加20%。

除了快速增长外，该公司的年度报告还有3个突出的要点。首先，公司的收入在1988年几乎是成倍数地增长（比1987年增长了90%），但净利润却下降了。这种背离现象部分归于下述两项非常费用：收购的兼并整合；BAC1-11飞机（机群中过时的机型）的一次性减计。但即便是调整了这些费用，美洲航空的经营利润（非常费用之前的）仅增长36%——比收入增长慢了很多。仔细审视它的利润表会发现，这个相关的肇事者是经营费用——它的增幅超过了收入的增幅，达97%！在经营支出这个类别里，人员费用、租金和起降费用及飞机维护支出增长最快。经营费用一年的巨额增长，虽然并不意味着这些费用的长期膨胀，但它肯定会使人担心，尤其是其中的一些费用，如何才能得到有效的控制。在空中交通的快速增长挤压资源的同时，机场所收的起降费用和飞行员工资会无节制地增长吗？燃油增长所携的敞口风险有多大？对这些成本支出有什么控制措施吗？

第二个要点是建立在第一个之上的。它所携的风险和不确定性不仅更多，而且，对潜在投资人还是显而易见的。它是负债和经营租赁。为了给这两个大型收购（西南太平洋航空和彼得蒙特航空）提供资金，在1987年，美洲航空以信贷协议的方式，负上了10亿美元的新债。在1988年，通过发行商业票据的所募资金，美洲航空偿还了这笔债务的一部分。但在那年的年底，美洲航空仍然负有接近15亿美元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巨额金融债务[1]（内含承诺条款、还款计划以及巨额债务的所有其他风险）。使得风险陡增的是，除了金融负债，美洲航空还有64亿美元不可撤销的经营租赁（详述于该报告的第23页）。这些都是美洲航空承诺要支付的，有关下述事项的未来租赁的支付义务：飞机、地面设施和其他设备。相比于美洲航空4.34亿美元的经营利润，这笔金额的确是一个巨大的数字。就像其到期的金融负债利息一样，如果业务进行良好的话，这些费用都不是问题。但如果业务恶化，这些支付义务就会成问题，而且，公司就会有破产清算的风险！

第三个需要注意的事实，是与美洲航空业务的经济属性相关，涉及两个方面：①不确定性；②一般性。

①不确定性 。在评估其业务的品质时，一个关键的因素是要看它带来的已投资金利润率是多少。为了计算这个利润率，你必须首先能够准确地估算一个稳定状态的利润水平。就美洲航空业而言，这并非易事。第一个挑战就是其利润的周期性变化。在表15-1所选的美洲航空的财务数据显示，在好的年份里，它的净利润率（大约7.5%）两倍于坏的年份（大约3%）。

为了抚平这种周期性波动，潜在投资者会采用过往3年净利润率的平均数4.9%。这可能适合于具有年度周期性和稳定性交叉的企业，但美洲航空并没有这些特征。相反，它面临的是一般的商业周期，既没有可预测的时间表，也难于预测。而且，它自身的情形也肯定不是处在稳定状况，因为它的一连串快速收购的非常整合费用混淆了它的真实成本费用，也模糊了美洲航空和被购企业潜在内含的不同利润率。虽然这些都使得它的不确定性陡增，但投资者通常还是能够拿出一个大概稳定的利润数字（通过采用历史平均利润率，即做过某些调整，并基于加总美洲航空及其收购企业的收益，所计算的历史平均利润率），但前提是它不会带来更大的复杂性，因为整个航空业本身就正处在一个根本性的变革之中。美洲航空年报的经营统计表充分说明了这一点（见表15-2）。

表15-1　精选财务数据　（单位：千美元，每股数据除外）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1988	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978
利润表											
经营收入	5 707	3 001	1 835	1 765	1 630	1 432	1 273	1 110	972	729	567
经营支出	5 273	2 682	1 666	1 597	1 483	1 304	1 194	1 052	880	677	533
经营利润	434	319	169	168	192	128	79	58	92	52	34
净利润	165	195	98	117	122	81	59	51	60	33	32
完全稀释的每股利润	3.81	5.27	3.33	3.98	4.46	3.22	2.88	2.66	3.59	2.24	2.82
普通股每股股息	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.09	—	—
资产负债表											
总资产	5 349	5 257	2 147	1 951	1 621	1 318	1 062	881	715	533	404
长期负债	1 419	1 870	454	474	430	350	334	303	236	184	144
股东权益	2 070	1 895	1 058	956	737	615	459	353	272	216	167
在外流通的普通股数量	43.8	43.2	27.3	26.9	23.0	22.8	19.8	17.1	12.0	11.9	9.9
每股面值	40.28	43.90	38.77	35.44	31.89	26.77	22.89	20.34	18.43	13.85	11.82

资料来源：US Air Group，1988Annual Report，30－31.

表15-2　经营统计数据（1978～1988年）

	1988①	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978
乘客收入（百万美元）	32.5	24.8	21.7	19.3	17.0	16.2	14.6	13.4	14.2	14.1	12.8
乘客平均旅程（英里②）	533.3	527.7	513.5	504.8	480.5	446.5	415.2	404.6	385.3	359.1	318.1
客运营收里程（百万）	17 315	13 072	11 155	9 732	8 191	7 245	6 078	5 424	5 476	5 049	4 083
有效座位里程（百万）	28 234	20 014	18 254	16 433	14 098	12 235	10 666	9 383	8 992	7 853	6 721
航班客座率（%）	61.3	65.3	61.1	59.2	58.1	59.2	57.0	57.8	60.9	64.3	60.8
单客英里收入（美元）	15.33	14.91	14.93	16.71	18.57	18.42	19.51	18.93	16.26	12.88	12.29
单位有效座位里程成本（美元）	9.34	8.90	8.74	9.45	9.98	10.50	11.07	11.07	9.65	8.46	7.67
两个航站之间的平均距离（英里）	437.7	425.2	405.8	395.4	374.3	354.5	339.3	325.6	306.1	284.2	242.6
航班客座率的盈亏平衡点（%）	58.7	57.3	56.4	54.2	51.7	54.6	54.1	54.9	55.6	60.2	56.9
加仑燃料消耗量（百万）	617	463	435	404	367	327	301	276	273	262	239
加仑燃料成本（美元）	52.58	54.74	53.85	79.74	84.80	89.08	97.30	103.14	86.74	55.83	39.65
年末雇员数量	24 337	16 509	14 976	13 789	12 524	11 899	11 046	10 765	10 379	9 741	8 745
年末飞机数量	226	162	149	143	133	127	119	106	95	90	93

①1988年4月9日，PSA并入美洲航空集团。

②1英里=1609.344米。

资料来源：US Air Group，1988Annual Report，30－31.

航空出行的旅客越来越多，平均旅行距离也在逐年上升。与此同时，单客公里收入却下降得很快，因此，航空公司都在拼命削减单客公里成本，增加航班客座率。当然，不断增加的乘客需求显然对美洲航空是有利因素，但削减成本的压力无疑是一个负面因素。此外，还有其他的不确定性。虽然自20世纪80年代早期以来，燃油成本一直在稳步下降，但未来的价格却是未知的。这种正反力量冲突的复杂性，使得精确计算未来可持续的利润值，几乎是一件不可能的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

②一般性。 如果你仍然认为对美洲航空的质疑证据不足，并认为它非常成功的1987年业绩反映了其创造现金利润的内生能力，那么，就可用下述方式计算已用有形资金回报率（ROTCE）（注意：资产负债表的下述所有数据都是以美元为单位，只是外加了一个收入百分比，以便显示下述各科目重要性的绝对值和相对值）。

（a）财产、工厂和设备：35.2亿美元（收入的117%）。

（b）其他无形资产：2.02亿美元（收入的7%）。

（c）存货：2.4亿美元（收入的8%）。

（d）应收账款：3.43亿美元（收入的11%）。

（e）应付账款：-2.83亿美元（收入的-9%）。

（f）已用的有形资金：40.22亿美元（收入的134%）。

基于1987年3.19亿美元的经营利润（EBIT），税前已用有形资金利润率是7.9%。相应的税后数字（基于彼时34%的税率）是5.2%。（在1988年，公司税率仍然是34%；因此，它被用来确认该企业的内生资金回报率。）在任一情形下，这里的关键点是：美洲航空的业务是资本密集型，PPE（拥有的飞机和设施/设备）的金额都超过了公司的年度收入。最终的资金利润率，即便是在好的年份（不足8%），都没有超过它的资金成本（美洲航空在1988年发行的商业票据利息率在9.5%～9.9%）。这似乎说明这是一家几乎没有什么内生结构优势的企业。它不同于巴菲特在同期所投的其他那些高品质的企业，如可口可乐公司和富国银行（这两家都有很好的已用有形资金利润率）。

潜在投资者应该已经把美洲航空视为一家具有下述特征的受经济周期影响企业：几乎没有什么结构性优势，但有很大的财务风险。然而，这家公司还是有一些积极的方面。首先，埃德温·卡洛尼是一个积极的要素。美洲航空的这个CEO不仅备受崇敬，而且，他的职业生涯几乎没有任何瑕疵。及至20世纪80年代末，卡洛尼已经把一个年收入只有5亿美元的小型区域性航空企业，引领到了美国最大航空企业之列（见表15-1）。他不仅做到了这一点，而且，在这期间的任何一年，都没有发生过亏损，即便公司的利润有时波动很大。运营上，在卡洛尼的领导下，美洲航空公司改善了几个关键指标，包括乘客上座率和乘客平均运程（见表15-2）。如果美洲航空是一个纯粹执行类的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（而非那种具有结构性竞争优势的企业），那么，它就是那种执行力相当不错的企业。

除了一个好的管理层，美洲航空还有一些有利的因素。尤其是，如果和实际发生的事情一起来考虑它的经营指标，那么，美洲航空公司应该是1988年美国航空业表现最突出的公司之一。在美国航空业，它的飞行架次最多，并在巴尔的摩、克利夫兰、费城和洛杉矶等城市，构建了很强大的航运枢纽。作为客户忠诚概念的倡导者，它的俱乐部网络也是全国最大网络之一，在24个不同的机场，设置了28个优质会员候机室。美洲航空公司既有一个良好的声誉，还有一个规模和轮辐航运系统所带来的区域密度优势。

该公司积极要素清单还有可以追加内容。在1988年年底，美洲航空公司有着行业里服役时间最短的机群之一，平均服役年份为8.9年。由于服役年份短的飞机所需的维护少且更省燃油，所以，它和不少同行相比意味着更低的成本。与西南太平洋航空和彼得蒙特航空的整合似乎也不错，虽然美洲航空由此出现了一些模糊每股真实利润的非常费用，但这里最终会出现协同效应：随着非常费用的消失，利润率自然会改善。因此，对于一个寻找该公司积极面的投资人来说，公允的概括应该是：美洲航空公司是一个在发展迅猛的行业中，有着良好执行力的企业，而且，它似乎正在巩固自己在某些区域市场的强势地位。此外，还应该加上这么一个公允的结论：此期的非常费用丑化了公司1988年的利润率。

最终，所有这些分析都会导向估值——它始于美洲航空的普通股估值。在1989年，这只股票的交易价格在低点28美元和高点40.25美元之间波动。如果采用35美元为中间价（该股票在全年大部分时间里的交易价格），那么，它的利润倍数看起来就如表15-3所示。

表　15-3

	1988 实际值	1987 实际值
每股利润（已稀释）(EPS)(美元)	3.81	5.27
市盈率倍数（PER）	9.2	6.6
息税前利润（EBIT）(百万美元)	434	319
企业价值 / 息税前利润①（EV/EBIT）	6.6	9.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

①企业价值（EV）的计算是基于15.3亿美元的市值加上净负债13.4亿美元等于28.7亿美元。

行笔至此，让我们先把早先有关无法准确估算美洲航空未来可持续利润的论述放在一边。实际上，对于一个很有执行力和相当成长性，甚至还有些许结构优势的企业来说，它的历史估值指标看起来还是很平实的。其实，在调整过与兼并整合相关的特别费用和BAC1-11飞机的减计费用后，1988财年市值的市盈率倍数只有7.2倍。由于美洲航空有着巨额的负债，这个市盈率倍数看起来还是比企业价值/息税前利润（EV/EBIT）倍数便宜，虽然从绝对值来看，6.6的企业价值/息税前利润倍数也不贵。这就是如何估值普通股的综述。

不过，巴菲特投的是一笔私募，购买的是固定收益率为9.25%的可转换的优先股，以每股60美元的价格转换为普通股的权利，以及一个从发行日起计的10年赎回期。

类似于所罗门案例的设计，这种证券的风险属性完全不同于普通股。它的主要价值源自其支付股息的固定收益特性，即该公司在支付其他一般股息之前必须予以支付的收益；然而，可转换特性则是一个红包，以备美洲航空未来几年后变得异常成功，其普通股价格就会从彼时的每股35美元涨到每股60美元之上。与所罗门案例相比，这个案例的不同之处在于：这次可转换价格的设置要远高于美洲航空彼时的普通股价格。相比较而言，它意味着这里的固定利润部分更加重要，因为要想达到这种权益的转换水平十分困难。因此，投资者应该把这项投资看作巴菲特购买了一只固定收益的证券，以期获得一个9.25%的收益——大致相当于美洲航空的发债成本。当然，这只证券的风险要高于美洲航空的真实债券（相对于优先股有优先清偿权的那些债券），但它还有选择权内涵的价值，以备美洲航空在随后的10年里变得更加成功。及此，让我们来重温一下它的普通股估值。实际上，60美元的转换价格是基于1988年的每股利润以调整过的12.4倍的市盈率对美洲航空进行的估值。从表面来看，这个估值不是特别贵，而且，如果美洲航空能够持续它的历史增幅及其盈利能力，这应该是很容易取得的成果。

综合来看，巴菲特的这个美洲航空的投资案例，明显不同于一般投资者会选择的那种投资。他投的是可转换的优先股，转换价格是每股60美元，而彼时一般投资人所面对的该普通股的价格却是每股35美元上下。如果认真着力于普通股的分析，那么，潜在投资人既会看到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

该公司许多正面的因素，也会碰到不少负面的东西。一方面，美洲航空看起来像是行业里的领头羊，一个执行力很强的企业，有一个被实践证明很得力的管理团队。另一方面，投资者应该非常清楚，由于这项业务和行业的巨大变化，以及金融负债和经营租赁所内携的巨大风险，很难预测该公司的未来盈利情况。对于一位审慎的投资人来说，美洲航空的普通股多半适合于那种“很难说清”的股票类别。但这并非巴菲特的投资所指。

在给股东的信函里，巴菲特对美洲航空这项投资之后的行业情况，给予了很好的阐述。几乎就在巴菲特投资了美洲航空之后，持续的航线竞争和飞机票价上不断强大的定价压力，使得美国整个民航业陷入沉闷的萧瑟之中。第一次海湾战争期间，即1990～1991年的经济危机袭来之时，美国的民航业出现了大批倒闭现象。1991～1992年，一些美国民航业的最大同仁纷纷破产清算，包括中途航空公司（Midway Airlines）、泛美航空公司（Pan Am）、美国西部航空公司（American West）、大陆航空公司（Continental）和环球航空公司（WTA）。雪上加霜的是，这些航运公司在破产清算之后，摆脱了过往金融负债的束缚，继续经营，而且采用更低的定价和你死我活的竞争。1990～1994年，美洲航空亏损了总计24亿美元，抹去了其所有股东权益的金额。在1994年，巴菲特所有的优先股分红都被暂停了。巴菲特减计了在美洲航空优先股上3.58亿美元投资的3/4，并设法（但没有成功）在1995年，以50%面值的价格出售这些优先股。[2]

幸运的是，美国的航空业随后逐渐得到了复苏，而且美洲航空1995年最终完整年份的业绩不错，又恢复了优先股的分红。事实上，由于巴菲特行事极为慎重，在构建这个初始交易时，对可能缺失的股息设计了一个罚则，所以，在前年未付的9.5%的股息之上，他还得到了更多的收益。及至1997年，该公司的业务得到了持续的改善，交易价格曾经低至每股4美元的普通股，也涨到了每股73美元——足以使巴菲特的优先股转换价格体现出价值。[3] 随后，在1998年3月，根据赎回条款，这些股份被美洲航空公司赎回。总的来说，巴菲特在美洲航空上的投资为他带来了两笔收入：在其持有的8年时间里，超过2.5亿美元的股息；通过这只证券的可转化属性获得的收益。尽管经历了巨大的灾难性问题的打击，并成为巴菲特最著名的失误之作，但结果，它仍然是一个盈利的投资项目（见表15-4～表15-6）。

表15-4　综合资产负债表（1987～1988年）（年度截止日12月31日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：千美元）

	1988	1987
资产		
流动资产		
现金和现金等价物	78 000	232 577
应收账款（净额）	381 127	343 170
原料和半成品（净额）	265 310	239 838
预付支出	97 088	80 530
流动资产总计	821 525	$896 115
财产和设备		
飞行设备	3 117 121	3 162 995
地面财产和设备	824 230	642 444
减：累积的折旧	778 100	591 800
财产和设备总计	3 163 251	3 213 639
采购定金	405 448	306 440
财产和设备总计（净额）	3 568 699	3 520 079
其他资产		
商誉（净额）	623 889	576 857
其他无形资产（净额）	189 678	202 463
其他资产	145 087	61 239
其他资产总计	958 654	840 559
资产总计	5 348 878	5 256 753

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

	1988	1987
负债和股东权益		
流动负债		
长期负债的到期部分	85 643	71 402
应付账款	371 146	283 437
应付机务费余额和未用机票额	318 883	297 485
应付未付支出	433 381	341 086
流动负债总计	1 209 053	993 410
长期负债，扣除了到期部分	1 332 872	1 798 226
递延信用和其他负债		
所得税	340 769	344 508
递延利得和其他负债	396 672	225 691
递延信用和其他负债总计	737 441	570 199
负债总计	3 279 366	3 361 835
股东权益		
优先股①	—	—
普通股②	44 411	43 801
实缴资本	1 068 958	1 050 637
留存收益	982 904	823 111
所持库藏普通股③	−26 761	−22 631
股东权益总计	2 069 512	1 894 918
负债和股东权益总计	5 348 878	5 256 753

①没有名义或票面价值的，已授权的可系列发行的有100万股。

②每股票面价值1美元，已授权7500万股，已分别发行了4441.1万股和4380.1万股。

③分别是63.5万股和63.2万股。

资料来源：US Air Group，1988Annual Report，17.

表15-5　综合利润表（1986～1988年）（年度截止日12月31日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：千美元，除每股数据外）

	1988	1987	1986
经营收入			
乘客运输	5 273 955	2 775 581	1 709 050
其他	433 037	225 503	126 149
经营收入总计	5 706 992	3 001 084	1 835 199
经营支出			
人员费用	1 944 428	1 039 471	687 389
航油费	638 453	377 602	237 946
旅行代理商佣金	382 718	203 623	124 154
租金和起降费	510 740	200 397	83 778
飞机维护费	337 564	155 782	73 140
折旧和摊销	229 729	127 630	93 191
其他	1 229 768	577 361	366 237
经营支出总计	5 273 400	2 681 866	1 665 835
经营利润	433 592	319 218	169 364
其他利润 / 支出			
利息收益	12 573	22 474	22 633
利息支出，扣除了资本化的利息	−123 206	−88 828	−31 488
$BAC_{1\text{-}11}$ 飞机和零部件的减计金额	−33 000	—	—
其他	−20 445	3 501	9 393
其他利润 / 支出总计	−164 078	−62 853	538
彼得蒙特的税前利润和净利润	269 514	256 365	169 902
预提所得税	104 150	101 080	71 550
扣除少数股东权益（不计彼得蒙特利润）前的利润	165 004	155 285	98 352
彼得蒙特利润的权益	—	39 364	—
净利润	165 004	194 649	98 352
每股利润			
原始股金额	3.81	5.28	3.34
完全稀释的股份金额	3.81	5.27	3.33
用于计算的股份			
原始股数量	43 304	37 728	31 560
完全稀释的股份数量	43 315	37 802	31 695

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资料来源：US Air Group，1988Annual Report，16.

表15-6　现金流量表（1986～1988年）（年度截止日12月31日）

（单位：千美元）

	1988	1987	1986
经营性现金流			
净利润	232 577	336 158	349 667
把净利润调整为经营活动所提供的现金流的调整项			
折旧与摊销	165 004	194 649	98 352
递延所得税	229 729	127 630	93 191
BAC_{1-11} 飞机和零配件的减计	−3 739	57 294	65 020
以彼得蒙特净利润形式所示的权益，扣除了股息	33 000	—	—
销售财产的亏损 / 利润	—	−37 508	—
其他	2 119	−6 184	−7 213
某些资产和负债的变动额（扣除了购买分支机构的影响）	3 299	9 339	609

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

	1988	1987	1986
应收账款的减少 / 增加	−37 957	64 512	10 597
原材料、半成品和预付支出的减少 / 增加	−43 483	−7 028	−23 532
应付机务费余额和未用机票金额的增加 / 减少	21 398	−37 530	27 485
应付账款和应计未付支出的增加 / 减少	139 209	−8 915	18 290
经营性净现金流	508 579	356 259	282 799
投资性现金流			
购买分支机构的付款，扣除购买得到的现金			
彼得蒙特	—	−1 476 705	—
西南太平洋	—	−313 291	—
郊区航空	—	—	−8 432
财产和设备的增加值	−544 985	−503 251	−266 614
采购定金的减少 / 增加	−99 008	27 805	−25 054
处置财产的进项	564 433	353 607	24 076
投到克维尔合伙企业的投资	−113 133	—	—
其他	−15 285	19 052	5 715
投资性净现金流	−207 978	−1 892 783	−270 309
融资性现金流			
债务发行	127 241	1 905 450	5 799
债务偿还	−591 510	−965 085	−35 507
普通股发行额	14 302	517 268	7 048
库存股	—	−20 043	—
股息	−5 211	−4 647	−3 339
融资性净现金流	−455 178	1 432 943	25 999
现金和现金等价物的净增加额 / 减少额	−154 577	−103 581	−13 509
年末的现金和现金等价物	78 000	232 577	336 158

资料来源：US Air Group，1988Annual Report，18.

[1] US Air Group, 1988 Annual Report, 21－22.
[2] 巴菲特致伯克希尔－ 哈撒韦公司股东的信，1997 年2 月28 日。
[3] 巴菲特致伯克希尔－ 哈撒韦公司股东的信，1998 年2 月27 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第16章　1990：富国银行

当伊拉克在1990年8月进攻科威特时，美国正进入一个严重的经济衰退期之中。一方面，股票价格（包括伯克希尔的）都崩盘了，从前一年的高点滑落了25%。另一方面，在20世纪80年代的大牛市跃进之后，股市的估值最终摔回到了地板上。与此同时，在1990年，加州的房地产市场也开始由盛转衰，而且，对做抵押贷款的银行来说，所有情况似乎都意味着一个长期悲惨的前景。对富国银行（见图16-1）而言，尤其如此，因为这家银行是所有银行中，在加州做抵押贷款最多的一家。不过，富国银行（Wells Fargo）还是全美国最赚钱的银行之一，在加州有着根深蒂固的优势。此外，该银行彼时的董事长是卡尔·莱卡特，一位真正以效率意识而闻名遐迩的高级管理者。

在1989的年报里，[1] 富国银行管理团队（由总裁保罗·哈金和董事长兼CEO卡尔·莱卡特领导）从年报的第1页开始，就对他们的主要业务部门予以了明确的定义。（注意，1989年年报，公布于1990年3月6日，应该是潜在投资者在1990年早期和中期，能够得到的最近一个完整年份的年报。）富国银行主要由4个部门组成。在年报里，虽然财务数据不是按照这些业务部门拆分的，但管理层论述部分给予了读者足够的相关信息，理解这些业务是什么——更重要的是，知道这些业务是如何做的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



图 16-1

第一个部门是零售和分行部。这是该行最大的部门，组织了该行364亿美元存款的大部分，还有其417亿美元贷款余额的近40%。该部门发放的贷款都是消费贷款、小企业贷款和住房抵押贷款。在1989年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

该行着力在加州建设一个核心分支网络，推行一个他们称之为“增强顾客纽带”的战略。这包括购买已有的银行网络，如巴特县的天堂银行、格棱戴尔的峡谷国民银行、贝克菲尔德的美洲国民银行以及圣迭戈的多利松集团。同时，富国银行还把自己的许多国际机构进行剥离，在国外采取了合伙制的方式。

第二个部门（商业和公司银行业务）为商业企业提供贷款。这个部门还为商业顾客提供收费的服务，包括现金管理和交易处理业务。在这一年中，这个部门的主要精力也是放在了在加州新增网点上。实际上，这个部门的业务包括传统的商业业务和部分农业业务。

第三个部门（房地产贷款业务）提供房地产贷款，既有个人抵押贷款，也有建筑贷款。与商业和公司部门所提供的这种贷款一起，这些贷款占了该行贷款余额的60%，总计417亿美元。这个部门还关心社区的发展，为一些帐篷项目提供了资金，包括洛杉矶彼时一些最大的社会活动帐篷项目。

最后一项业务是投资管理业务。这包括一个称为“富国投资顾问”的指数基金经理团队，和一个管理个人财富和信托的私人银行业务部门。前者管理的资产有800亿美元，后者的有340亿美元。这个部门推出了一些新的产品，包括“产品利益最大化”的服务：为账户资金在25万美元之上的投资者提供全套的证券经纪和咨询服务。

总而言之，这份年报就下述事宜似乎论述得很清楚：这4个部门的功能构成了富国银行一个完整的业务链；这个单一的银行实体有一个得力的支撑面，即有提供多元服务（既提供个人业务也提供企业业务）的零售分支机构网。因此，随后有关富国银行财务业绩的论述，同样会从整体业务上展开。

依据该行财报的财务数据，1989年该行的净利润是6.011亿美元，每股利润11.02美元。相比于前一年，净利润增长了17%，每股利润增长了20%。总资产收益率是1.26%，净资产收益率是24.5%。相比于1988年1.14%的总资产收益率和24%的净资产收益率，这两个数据都得到了改善。就绝对值来看，这些收益率都明显高于银行业的均值。为了进一步说明，这里仅给读者提供一个特别的视角：24%的净资产收益率意味着，该行用100美元自己的钱，在那一年获得了24美元的利润。无论以什么标准衡量，这都是很不错的回报！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

接着，管理层通过分解净利息收益和非利息收益，详述了6.011亿美元净利润是如何创造的。对利息收益贡献最大的单项是该行所放的贷款。在利息成本方面，与资金来源相关的最大单项成本是不同形式的储蓄存款。非利息收益的主要来源包括各种交易费和佣金、存款账户的服务费以及来自信托和投资管理的收益。仅仅基于这些数字，富国银行在潜在投资人的眼里，似乎是一个地道的存款银行：它的大部分业务是为存款客户提供服务，并发放相关的贷款。这里没有太多涉及衍生品的业务，也没有其他另类的业务模式。[2]

接着，管理层阐述了资产负债表的数据，详述了为银行带来主要收益的资产和贷款。在资产方，贷款是主色调：在该年底487亿美元的资产总额中，贷款余额占了410亿美元。在这一年的整个期间，贷款和总资产的相应平均余额分别是394亿美元和478亿美元。通过分类方式，管理层阐述了几种贷款所出现的积极态势，并给出了自己的看法。在表16-1中，我摘录了这些信息。

表16-1　贷款的发展动态

类别	平均余额（10亿美元）	同比变化（%）	评述
商业贷款	14.2	+14	中型企业贷款增加
建筑贷款	4.4	−4	
房地产抵押	11.7	+19	1～4人家庭首次抵押贷款
消费贷款	7.6	+6	
其他贷款	1.5	−48	海外贷款的大幅下降
总计	**39.4**	**+7**	

就像你通过表16-1所能看到的，资产的总体增长主要来自中型企业贷款的上升，和1～4口之家抵押贷款的增长。由于富国银行的主要业务是在加州，所以这些贷款也主要是在该州发放的。

行笔至此，应该简单地环顾一下彼时银行业的投资环境。这对潜在投资者审视这类投资项目，十分重要。在1989年，美国银行业正处在大规模的整理和“清洁”之中。伴随着房地产的衰退（1986～1991年），许多储蓄贷款机构和较弱的银行都面临严重的问题。放贷业务一直不慎重的那些机构，定期爆出负面新闻，而且有些已经遭遇了破产的厄运。这个时期还有一个标志性现象：较强的银行出面整合那些较弱同业（往往是以一个优惠的估值），但是，仍然很难区分好机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与坏机构。总的来说，1980～1990年，储蓄贷款机构的数量减少了大约50%，而商业银行的数量则减少了约20%。

这个乱局之果，就是银行总体资产的大量减持。彼时，市场担心富国银行会像某些较弱的银行一样，面临类似的问题。看看富国银行1990年的股票价格（这是投资者会考虑这类股票的重点时期）。在1990年的第3季度和第4季度，人们看到了股票价格狂降（这就是巴菲特购买那些富国股票的时候）[3]。因此，人们此时出现的担忧不是完全没有道理的。就像前面提到过的，富国银行在建筑和抵押贷款上的风险敞口还是不小。而且，这些贷款大部分发生在加州（这个地区在经历了多年房地产价格上涨之后，肯定会包含房地产价格修正的风险）。

不过，在1989年的财务报表上，富国银行呈现的财务数据多是一些利好的动态。与此同时，潜在投资者也会考虑富国银行所呈现的风险指标。这些指标的表述形式是资本比率和贷款坏账准备金的波动情况。就资本比率来说，在1989年年底，富国银行报告的基于风险的一级资本比率是4.95%。实际上，一级资本的构成都是普通股权益和合格的优先股。相较于1988年年底的4.57%，这个资本比率得到了改善。同时，它还比美联储当时规定的水平（4%）高出不少。[4]当把视线转到逾期和呆坏的贷款时，人们在表16-2上可以看到，逾期超过90天的贷款总额是1.268亿美元，占1989年贷款总额的0.32%。

表16-2　逾期超过90天的贷款并仍在累积（年度截止日为12月31日）

（单位：百万美元）

	1989	1988	1987	1986	1985
商业、金融和农业贷款	46.4	34.6	51.5	71.1	46.1
房地产建筑贷款	2.3	30.7	6.1	11.2	14.3
房地产抵押贷款	28.6	26.9	41.3	65.4	42.0
消费贷款	47.8	35.9	35.3	62.9	43.5
租赁融资	1.7	2.1	1.3	1.7	0.2
海外贷款	—	—	—	3.7	1.5
总计	126.8	130.2	135.5	216.0	147.6

资料来源：Based on Wells Fargo，1989Annual Report，p.15，table 12.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这里的数据要小于1988年那笔1.302亿美元的可比数据（无论是以货币绝对值，还是以总贷款额的百分比）。所有这些几乎应该让人们放心了。如果再看看管理层有关贷款损失拨备的论述，也许你也会得出这样的结论。在1989年年末，贷款损失拨备的总额是贷款总额的1.77%，低于1988年2%的数字。这可能是基于管理层最佳判断的结果。最后，就我所知，富国银行对于因房地产风险敞口而崩盘的担心，并没有反应在1990年年初富国银行报告的财务数据里。这并不是说，富国银行在加州房地产的敞口头寸绝对没有问题，但如果你信任这个管理团队及其公司的财务数据，那么，你就无法从这些报告的数据中，看出彼时相关业务恶化的证据。无论是从利润角度还是风险管控角度，富国银行的表现都在行业平均水平之上，是一个运作得相当不错的企业。而且，在过往的若干年里，它看起来还在年复一年地改善着已经不错的那些数据指标。

现在，让我们转向估值。鉴于巴菲特1990年购买富国银行股票时所支付的每股57.88元均价这个事实，[5] 你可以得出两个结论。首先，在1990年第3季度和第4季度时，巴菲特已经完成了自己手里富国银行大部分股票的收购。因为在那一年该股票仅在这两个季度探底过每股60美元以下的价格。其次，该股票价格的波幅是在42.75～80.13美元；如果你认为潜在投资者彼时具有的价格是每股58美元（大约是巴菲特的均价），那么，它的估值看起来就像是下一段落所述内容。

基于1989年年报所含综合财务报表（在这一章的末尾）的相关数据，富国银行的市值是32亿美元（见表16-3）。

表16-3　市值的计算

股票价格（美元）	58.00
流通股数量①（百万）	54.98
市值（百万美元）	3 189

①1987年年底报告的流通股数量包括5110万普通股和450万优先股。我所用的优先股价格是50美元，因为它们是该公司对这类股票的赎回价格。而且，彼时该优先股还有一个略低于10年期债券的收益率。所得的估值相当于388万份普通股的价值。我这里没有考虑股票期权，因为该公司把它们说成是“无关紧要”之列。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于富国是一家银行，我在评估这家公司的估值时，会主要关注市盈率和市净率指标。鉴于银行与生俱来的高杠杠资产负债表（就资产和负债而言），我认为企业价值（EV）这个指标的相关性不是很大。

从过往1989年的净利润来看，富国银行的交易价一直处在净利润5倍左右的水平。如果你确信公司管理层所呈资产负债表的可信性，那么这个价格就十分便宜了。也就是说，如果没有进一步的贷款坏账需从资产中减计较多备用金的话，那的确是便宜！如果投资者买到了1990年处于低位每股42.75美元的股票，那么，市盈率倍数（见表16-4）会在一个更加令人难以置信的3.9倍（前年净利润为基础）。最后，作为价值投资者的我，也不会太介意股息收益率，但管理层1990年意欲每股支付接近4美元的事实，似乎是在表明他们对公司前景非常有信心。此外，富国银行彼时还在回购自己的股份。

表16-4　市盈率倍数

市盈率	1988	1989
股票价格（美元）	58.00	58.00
每股利润（报表所示）(美元)	9.20	11.02
市盈率	6.3	5.3

让我们再来看看市净率估值。你可以看到，在1989年年底的股东权益总计是28.61亿美元。由于市值是31.89亿美元，1989年年底的市净率是1.1倍。这意味着这个企业的估值只是比它的面值稍高一点（基于每股58美元的价格）。虽然这不一定是银行最便宜的地板价，但对于一家净资产收益率做到20%以上的银行来说，肯定是很便宜的。就此，潜在投资人的推理逻辑可能是：若一家银行的净资产收益率等于其资金成本，那么，其公允净财值应大致等于它的面值；但若一家银行或企业的资金平均成本是8%，而它却挣到了16%的净资产收益率，那么，其净财值应该是其面值的2倍。就富国银行来说，假设它24%的净资产收益率是可持续的，那么，其财值明显要远高于其面值。

为了校准富国银行的实际估值，考虑一下这种情形：为了使富国银行有一个10倍的市盈率或2倍的市净率，且保持一个更公平的每股58美元的价格（仍偏保守），那么，它的利润就需要大致减半，从6.01亿美元减到3亿美元。就已经显露的1.26亿美元的贷款坏账来看，这意味着：为了使这个股价有合理性，还要使该行的贷款坏账增加3倍以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上，进而以一个很大的量级削减它1989年的利润才行。而且，这种削减后的利润值必须从目前开始，一直延续到无限的未来——这似乎不太可能。因此，我认为富国银行的估值存在着一个很不错的安全边际。

在做最终结论之前，还要对该银行核心业务做最后一个评价。这里必须提到的是：除了通过财务数据显示的优势，富国银行似乎还有几个特殊的长处和优势。首先，它的管理团队不仅非常称职，而且已与银行结伴随行了好多年。重要的是，在1973～1975年和1981～1982年，他们就已经在这家银行了（这使人相信他们的贷款做法应该是慎重保守的）。在这个年度报告里，管理层也说得很智慧很实在（我把这视为一个称职管理团队的一种表现）。其次，彼时按加州所有银行的资产总额排名，富国银行只能排第三，但它却在该州银行业的两项业务上排名第一：中型企业放款和商业地产贷款。而且，它还在零售存款上排名第二。事实上，它在有些专业领域很具竞争优势并闻名遐迩，而且管理层还规划了继续增强这些优势的方略。

总之，对1990年年初和年中的潜在投资者来说，富国银行看起来是一个经营得非常好的银行，有明显好于行业平均水平的财务数据，且还在逐年改善。它的策略是集中地为加州客户提供更好的服务。虽然这种聚焦点有意义且运营还在不断改善，但这也意味着加州房地产敞口风险的扩大（这是某些投资者所担心的）。不过，基于它的资本充足率、贷款亏损数据和贷款损失拨备的注释来说，该银行没有什么使投资者在彼时深感不安的事情。如果考虑到它当时的盈利能力和所见风险，那么，富国银行股票接近5倍市盈率和1.1倍市净率的估值，似乎内含一个很大的折扣（见表16-5和表16-6）。

基于上述所知，巴菲特在富国银行的投资，看起来是买了一只不错企业的股票：过往的业绩优于同行、由他信任的一流管理团队经营、企业的估值也不错。这个案例不同于可口可乐和美国运通的投资，因为这个企业的内在品质及其成长的经济机理，也许掺杂着更多的风险和更少的有力支撑点（在富国银行的案子里，巴菲特也没有为其成长支付成本）。还有这种可能，即巴菲特信任管理层在年报里所呈的那些积极的核心财务数据，而且在确认富国银行的未来时，没太关注其他银行失败的环境证据。看起来，巴菲特为了对富国银行的风险做出判断，做过包括贷款坏账的初始调研，但他的结论肯定与该行彼时管理层所呈的积极数据和预期一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在1990年巴菲特完成了这些股票的购买，和它报告了1990财年一组不错的数据之后，富国银行的确在1991年感到了日益增长的贷款坏账压力。特别是与商业地产贷款相关的问题，使富国银行不得不把它的亏损拨备增加到16.5亿美元，或其贷款总额的3.73%（大约是1989年拨备的两倍）。不过，如1991年年报所示，富国银行的股票价格，在那一年处在48～97美元，明显高于前一年的均价。彼时现实情况是：有一些风险市场已经准确地看到了，但1990年估值所含的安全边际，早已包含了该银行未来的任何负面消息。在一个稍长的时期里，富国银行恢复过来，成为一家非常成功的银行，并持续成为伯克希尔－哈撒韦股票篮子里最优秀的股票之一：不仅所持头寸为最大之列，而且内含收益也不菲。

表16-5　利润表（1987～1989年）（年度截止日为12月31日）

（单位：百万美元，每股数据除外）

	1989	1988	1987
利息收益			
贷款	4 582.5	4 889.5	3 602.5
有息存款	3.7	10.2	99.4
证券投资	281.0	268.7	250.8
往来账款证券	0.1	3.8	7.6
拆出的联邦基金	2.9	5.3	7.7
利息收益总计	4 870.2	4 177.5	3 967.5
利息支出			
存款	1 810.1	1 560.3	1 463.5
短期借款	645.3	370.2	364.8
优级和次级债	256.2	274.9	337.6
利息支出总计	2 711.6	2 205.4	2 165.9
利息净收益	2 158.6	1 972.1	1 801.6
贷款坏账准备金	362.0	300.0	892.0
利息净收益（扣除贷款坏账准备金后）	1 796.6	1 672.1	909.6
非利息收益			
国内收费和佣金	283.7	278.2	270.8
存款账户的服务费	246.7	219.6	180.6
信托投资服务收益	178.2	153.7	156.5
证券投资亏损	−2.7	−4.3	−12.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

	1989	1988	1987
其他	72.8	35.0	5.0
非利息收益总计	778.7	682.2	600.0
非利息支出			
工资	631.3	619.8	599.3
雇员福利	149.2	152.4	151.5
净营业场地费	178.5	166.8	178.7
设备费	137.3	135.8	132.9
其他	478.2	444.3	458.1
非利息支出总计	1 574.5	1 519.1	1 520.5
非利息收益净额	−795.8	−836.9	−920.5
利润／亏损（所得税支出／优惠前）	1 000.8	835.2	−10.9
所得税支出／优惠	399.7	322.7	−61.7
净利润	601.1	512.5	50.8
归属普通股的净利润	573.6	486.7	28.0
每普通股			
净利润	11.02	9.20	0.52
公布的股息	3.30	2.45	1.67
流通普通股平均数	52.1	52.9	53.8

资料来源：Wells Fargo，1989Annual Report，22.

表16-6　资产负债表（1988～1989年）（年度截止日12月31日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：百万美元）

	1989	1988
资产		
现金和到期存款	2 929.8	2 563.2
带息存款	5.1	322.1
所投证券（市值 17.049 亿美元和 37.998 亿美元）	1 737.7	3 970.4
拆出的联邦基金	6.3	27.0
贷款	41 726.9	37 670.0
贷款坏账拨备	738.6	752.1
贷款净额	40 988.3	36 917.9
场地和设备（净额）	679.6	688.0
到期的客户存兑	211.0	244.9
商誉	352.6	373.4
累积应收利息	389.9	365.7
其他资产	1 436.3	1 143.9
总资产	48 736.6	46 616.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

	1989	1988
负债和股东权益		
存款		
不带利息的——国内	8 003.2	7 105.5
不带利息的——国外	—	7.0
带息的——国内	28 153.7	26 580.3
带息的——国外	273.4	1 376.0
存款总额	36 430.3	35 068.8
短期借款		
拆进的联邦基金和回购协议	2 706.7	2 207.2
未到期的商业票据	3 090.4	2 747.7
其他	44.3	47.4
短期借款总额	5 841.4	5 002.3
未到期的承兑票据	211.0	244.9
应付的累积利息	100.8	110.1
债务偿还	695.2	923.0
其他负债	751.2	693.9
总额	44 029.9	42 043.0
次级负债	1 845.8	1 994.1
负债总额	45 875.7	44 037.1
股东权益		
优先股	405.0	405.0
普通股——面值 5 美元，已授权 1.5 亿份；已发行流通的 51 074 971 份和 52 546 310 份	255.4	262.7
实缴资本溢价	274.1	389.7
留存收益	1 930.7	1 528.2
累积外币汇率调整	−4.3	−6.2
股东权益总额	2 860.9	2 579.4
负债和股东权益总计	48 736.6	46 616.5

资料来源：Wells Fargo，1989Annual Report，23.

[1] 富国银行，1986 ～ 1992 年年报，受惠于伦敦商学院图书馆的微型胶片。

[2] 看起来风险高于普通贷款的资产只有高杠杠的交易贷款，它们明显属于企业的优先级担保债务，用于管理层收购、并购以及与其他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司交易。在1989年，这种企业债的敞口总额是42亿美元。
[3] 富国银行1990年年报第24页。在1989年和1990年的每个季度，该公司都会定期公布其股票价格的波幅和收盘价。
[4] 基于美联储1992年指南；因此，富国银行已经在遵循这个行业的远期指南——在1992年之前并不具备法定意义。
[5] 巴菲特致伯克希尔－ 哈撒韦股东的信，1991 年3 月1 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第17章　1998：通用再保险公司

1998年12月21日，伯克希尔－哈撒韦以220亿美元的价格，用现金和股票作为对价，购买了通用再保险公司100%的股份。从战略的视角看，这次收购的逻辑在于：对于一家经营现金流很强的公司来说，伯克希尔是一个平抑大型再保险公司收入波动性的理想对象。[1] 这里的思考逻辑是：伯克希尔无须担心某个业务面短期的财务波动，而另一边，与独立时相比，通用再保险公司（General Re Corporation）被收购后，有机会承保更多有利润的保单。与此同时，通过通用再保险公司的资金，伯克希尔也许能够投更多好资产。最后，伯克希尔能够获得额外的有关保险的专业知识，外加一个更广阔的国际分销渠道网络。

在切入这项收购的细节之前，你必须了解这项收购所处的金融环境。在1998年的前一年，股票市场一直处在疯狂状态：1995～1997年，标普指数的年度涨幅超过了20%。在1998年，这种癫狂之状还在进行之中。作为这些年份牛市在经济层面的反照，保险业也分享了这些年的好日子。就像1997年度巴菲特给客户的信函中所提及的（发布日期是1998年2月[2]），伯克希尔的保险企业已经连续5年创造了保险利润。

为了深究通用再保险公司这个投资案例，必须从它的基本面开始。在1997年年底的年度报告里，通用再保险公司把自己描述为由4个主要部门构成的全球性企业（见表17-1）。

表17-1　经营视角

分部	收入（百万美元）	总收入占比（%）	总经营利润占比（%）
北美财险 / 伤害险	3967	48	63
国际财险 / 伤害险	2706	33	23
寿险 / 健康险	1277	15	6
金融服务部	301	4	8
总计	8251	100	100

如表17-1所示，通用再保险公司的业务集中在分保财险和伤害险上，但公司最赚钱的区域是北美。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这个报告就北美财险/伤害险分部做了进一步的详述，说它原则上主要直接做固定分保和临时分保。固定分保指的是这样一种再保险业务：由基础合同确定，自动涵盖了原保险公司分给再保险公司所有特定种类的风险。临时分保涉及的是通过特定合约承保单个风险。（还有另外两种分保业务——按比例分保：由再保险公司分保一个整体风险的一个确定的比例；超额分保：指超出原保险公司承保限额的赔偿责任由再保险人承担的一种非比例的分保业务。）在聚焦于这两种分保业务的过程中，通用再保险公司要么承担固定合约的风险、要么承担单个的风险。在这个部门，伤害险和财险所占的百分比大约是60%和30%，剩余的10%是特殊保险项目。

第二个部门（国际财险/伤害险分保）就本质而言非常类似于第一个部门的业务。该部门保费总额的61%来自财险的分保，39%来自伤害险的分保。主要区别是这个分部的国际性，它在150个国家做分保业务。这个国际分部是1994年收购总部在德国的科隆再保险公司的结果。

第三个业务部门（全球寿险/健康险业务）也部分是收购科隆再保险公司的结果，也是国际业务：欧洲的保费收入占了38%，北美的保费占了47%，剩余的部分则来自全球各地。不同于前两个部门，这个部门的主要分保业务是建立在个体和集体的人寿及健康险保单上。多数寿险业务都是按比例分保的，而多数健康险的业务都是按照超额分保的方式做的。

最后一项业务（金融服务）是一个小业务，但囊括了不少专业服务，如房地产经纪和不动产管理，外加一些衍生品和结构产品。衍生品和结构产品小组为大公司、保险公司和金融机构提供定制的风险管理服务。

总之，作为潜在投资者，我并没有在它的业务设置上，看到什么明显的特别之处。由于涉及全球的伤害和财产险，以及部分人寿和健康险，所以，通用再保险公司的某些风险敞口更大了。但若不认真看它的财务指标，很难判断它的业务质量的高低。就我的保险业务经验来看，对一家公司业绩的关键判断应该是公司的经营是否保守慎重、追求利润或追求增长。为了确定这一点，关键要审视公司所呈数据和支撑这些数据的那些假设。在此，需要一些更多的解释，以便看懂这些数据是如何在通用再保险公司这里表现的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通用再保险公司1997年年报里，提供了非常详细的过往11年的关键财务数据，涵盖的年份1987～1997年。它显示了公司收入从1987年的31亿美元，增长到1997年的83亿美元，一个10.2%的十年复合增长率。同样，净利润从5.11亿美元增长到9.68亿美元——6.6%的年复合增长率只是稍差一些。要注意，对于通用再保险公司来说，它收入的大部分都是已挣保费。已挣保费收入来自保单已过保期的客户，因此是按时间段来确认的（例如，约翰·史密斯支付了1年期的车险，而且，已经过去了7个月——就可以确认这7个月的收入为已挣保费收入）。

在成本方面，第一个成本大项来自已经发生的索赔，而且是必须赔付的（例如，约翰·史密斯后来因事故要求做车辆修理）。索赔的总成本被称为损失支出。除了索赔成本本身，保险公司还有与经营保险业务相关的成本费用，比如销售费用和承保费用。这种费用的总额除以已挣保费总额，被称作费用比率 。如果你加总索赔成本和经营成本，你就得到了保险总成本。这个保险总成本除以已挣保费总额就是综合成本费率 。作为一个数字，综合成本费率越低越好；它意味着更好承保决策带来每单已挣保费更少的索赔，或以低运营费用高效地从事保险公司的经营，或两者兼之。

在保险的术语中，低于100%的综合成本费率意味着，已挣保费足以覆盖承保的总成本。当综合成本费率高于100%时，这意味着保险公司的索赔支付和其他成本，要高于它通过保费所挣的收入。那么，这个差额就必须通过投资收益或其他形式的利润补齐，否则，公司就会遭遇整体亏损。[3] 在保险行业，不高于100%的综合成本费率被视为一个良好的业绩表现。

这种说法看起来有些奇怪：获得相当于总保费收入的总成本费用是一种“良好的业绩”！不过，保险业务有一个很大的特点：它几乎总是在做赔付之前收进保费。在某些分保业务（所承保的风险都是长期风险），客户支付保费的时点和它们提出索赔的时点之间，可能是若干年的时间。因此，保险公司本质上就是一种能够持有属于客户的钱的实体。保险公司可用这笔钱（在资产负债表上被称为浮存金）进行投资，以获取投资收益。例如，总的承保业绩（收入减去成本）仅是为保险公司创造浮动资金的成本。如果这家公司创造的投资收益好于这个总的承保成本，那么，作为一家保险公司就有机会获得利润。因此，承保业绩可接受的门槛是：低于100%的综合成本费率。100%的综合成本费率意味着，保险公司创造了无成本的浮动资金。保险公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的主营业绩不一定要出色到要做出正向的收益，因为它可以创造投资收益。例如，作为一个整体而言，保险行业的综合成本费率一般是高于100%的，通常是用投资收益来弥补承保业绩的不足。

图17-1是瑞士再保险公司一份研究报告里的曲线图，它展示了1980～2000年保险公司的总体承保业绩。[4] 这张图表现了美国、西欧和日本的整个保险业（除人寿险）的综合成本费率。

就像你能从图17-1中看到的，虽然这个费率是随着保险业的周期起伏变化，峰值出现在1984～1993年，但在每个地区，整个行业的综合成本费率的均值都还是在100%以上。

那么，通用再保险公司的业绩表现是个什么水平呢？在它的1997年年报里，该公司报告了两个最大部门（北美和国际财险/伤害险部门）的损失、支出和综合成本费率。我把这些归纳在表17-2里。

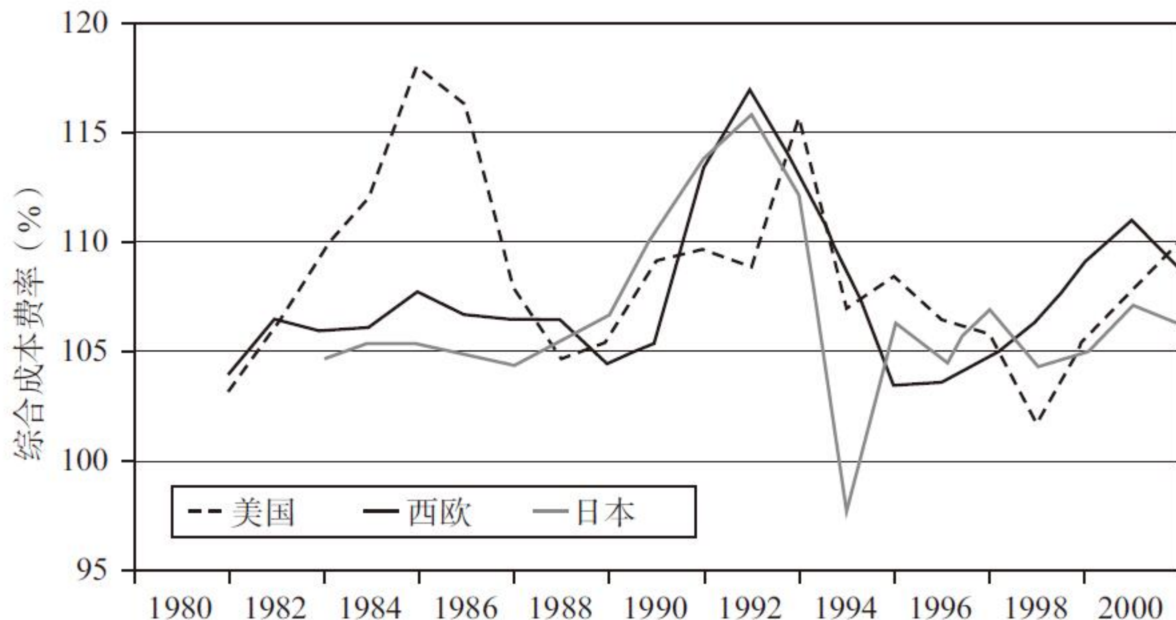


图　17-1

就像你能看到的，总体而言，通用再保险公司在北美的财险/伤害险业务的承保业绩十分稳定，11年的综合成本费率均值都是100.6%。这意味着它的总承保成本大致相当于它的净保费收入——而且，进一步看，通用再保险公司的承保业绩也好于行业平均水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通过对索赔成本和经营成本类别更详尽的分析，你可以看到这11年期间，通用再保险公司能够把它的损失比率从75%降到68%，但这个改善的结果多被增加的经营成本抹去了——在那个时间段里，作为已记保费的经营费用百分比从25%增加到31%。因此，虽然承保决策不错，而且北美的业务也在改善，但从经营情况看，这家企业逐渐臃肿起来。巴菲特可能已经看到了这个可能改善的地方。

在通用再保险公司里，国际财险/伤害险部门（在1994年以前这个部门大部分是科隆再保险公司的）业绩起伏更大，同期的综合成本费率均值在103%。1990～1993年是一个非常差的时期，此时的综合成本费率平均在109%以上。在看完损失比率和费用比率，彼时投资者的结论可能是：这个原因可能始于1990年，是不慎重的承保行为和糟糕的经营效率所致。虽然及至1997年以费用比率表现的经营效率已经下降了，但1997年72%的损失率仍然远高于20世纪80年代末。这种损失可能是不当承保决策的余毒所致，或许是20世纪80年代末非常有利的保险环境导致的。

表17-2　经营数据摘要（%）

北美财险/伤害险	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	11年平均值
损失比率	68.4	69.0	67.3	71.4	70.0	78.8	72.0	67.5	69.7	70.7	74.5	70.8
费用比率	30.8	30.1	32.3	30.5	31.1	29.3	29.3	31.5	28.3	28.8	24.7	29.8
综合成本费率	99.2	99.1	99.6	101.9	101.1	101.3	101.3	99.0	98.0	99.5	99.2	100.6
国际财险/伤害险	**1997**	**1996**	**1995**	**1994**	**1993**	**1992**	**1991**	**1990**	**1989**	**1988**	**1987**	**11年平均值**
损失比率	72.1	73.2	77.0	69.2	75.1	80.2	75.8	71.5	62.4	64.4	64.2	71.4
费用比率	30.3	28.9	25.8	29.4	30.9	32.8	35.2	37.5	33.4	31.3	31.9	31.6
综合成本费率	102.4	102.1	102.8	98.6	106.0	113.0	111.0	109.0	95.8	95.7	96.1	103.0

总而言之，受制于两个核心财险/伤害险分保部门的通用再保险公司，似乎还是说得过去的，但谈不上是品质惊艳的分保企业。作为一个潜在投资者，在北美和国际业务两个部门，我会看到些许的不同：前者在承保业务上有改善，但在经营效率上却没有起色；后者正在从那些糟糕的经营年份中恢复。

不过，就像我提到过的，重要的不仅仅是数字，还有它们背后的假设。许多分保的单子虽频次不高但索赔风险大，相关的索赔往往是在保单最初签署和保费已收的许多年后，才可能出现。因此，管理层或承保团队必须测算与某类已签保单相关的未来索赔额。这意味着，许多原先呈报的数字特别是损失率和综合成本费率，在很大程度上取决于管理层的假设。如果管理层想要，它可以在任一年份预估出非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

少的索赔损失，但增加了他们在随后年份需要向上估高损失的可能性。这就是为什么在保险公司的分析中，潜在投资者在推算这些索赔损失时，会十分看重管理层的慎重行为，并根据这种预估值的高低，来看待所签的保单。

不用进入储备金设置和保险会计的深奥细节，投资人查明管理层是否在他们承保决策中真正采取了谨慎保守态度的方法之一，就是看看一段时期每个承保年份相关数据的动态。这能体现在赔付损失储备动态表里。就通用再保险公司的北美业务来说，这组动态数据体现在表17-3的10K表里。最上面两行数字代表每个保单所签年份承保额的最佳赔付义务预估值，即1987年数据就是基于1987年所签的保单所做的预估值，而1997年的就是基于1997年所签的保单所做的预估值。然后，这些预估值的动态情况是在保单签署的年份序列栏里表现出来的。对于1987承保年的保单，有10年的预估数据。在另一方面，对于1997年，却只有一个预估数据。

在表17-3，你可以看到，对于1987～1991年的承保年份，所有承保义务预估值的初始值都是负面动态。例如，与1987年所签保单义务相关的预估值，最初预估计算的是接近47亿美元。但在下一个10年，这个数据值增加了几乎30%，到了61亿美元。显然，在当初预估这些赔付义务时，管理层没有表现出足够的慎重原则。随着时间的推移，他们不得不为填补这个缺口而增加备用金。对于与1987承保年相关的赔付义务，在第6年（1993年）和第7年（1994年）增加了大约2.5亿美元，在第8年（1995年）增加了约3亿美元。对于1997年的潜在投资者来说，这种信息携的多半会是一种危险信号。这里的内涵是：像1987年这种年份，管理层在做最初的支付义务的预估时，显然没有坚持自己的谨慎保守原则。

表17-3　北美区净索赔额和索赔费用的动态数据分析　（单位：百万美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
未付索赔净义务和索赔费用	4.738	5.217	5.549	5.842	6.230	6.635	6.803	7.029	7.385	8.741	8.881
重估的净义务											
相关年份：											
1 年以后	4.903	5.185	5.537	5.856	6.286	6.775	6.767	7.042	7.337	8.563	
2 年以后	4.927	5.247	5.481	5.778	6.352	6.850	6.845	6.868	7.055		
3 年以后	4.991	5.166	5.502	5.906	6.475	6.994	6.739	6.731			
4 年以后	4.983	5.236	5.683	6.091	6.638	6.935	6.703				
5 年以后	5.044	5.420	5.900	6.319	6.635	6.979					
6 年以后	5.284	5.642	6.173	6.326	6.720						
7 年以后	5.528	5.958	6.190	6.442							
8 年以后	5.855	5.979	6.319								
9 年以后	5.882	6.139									
10 年以后	6.066										
累计的（不足）富裕	−1.328	−922	−770	−600	−490	−344	100	298	330	178	—
已付义务净值的累计金额											
相关年份：											
1 年以后	747	812	927	905	1.044	1.291	1.207	1.176	1.253	1.584	—
2 年以后	1.354	1.436	1.584	1.613	1.955	2.195	2.063	1.959	2.142		
3 年以后	1.846	1.903	2.115	2.332	2.570	1.850	2.617	2.677			
4 年以后	2.209	2.320	2.689	2.769	3.071	3.300	3.179				
5 年以后	2.546	2.814	3.025	3.184	3.437	3.754					
6 年以后	2.965	3.085	3.362	3.481	3.808						
7 年以后	3.203	3.375	3.618	3.806							
8 年以后	3.472	3.611	3.890								
9 年以后	3.695	3.858									
10 年以后	3.923										

在1997年，如果我考虑投资通用再保险公司的话，我想要确信下述两点：①这个管理团队应该比他们在1987年看起来要谨慎得多；②对准备金不足的年份，现在应该做完了准备金补充工作，即再也没有新增准备金的需要（见表17-4）。在历史上，准备金不足的风险已经通过许多案例揭示出来了。我最熟知的一例是更近的案例：英国汽车保险商在2002～2010年的案例。那时，英国汽车保险业经历了一个狂乱的时期：在2002年，行业综合成本费率开始是低于100%，及至2010年，结束于115%左右。在这8年的时间段里，许多公司都被反复要求增加它们的准备金，有些公司不得不完全退出一些业务领域。这个案例的教训是：当一家保险公司增加准备金时，这往往只是第一步，随后需要好几项调整来修正相关的问题，而且，更麻烦的是，有些公司会好几年隐藏它们准备金不足的问题，方法是设法创造额外的收入和浮动资金，使它们的问题“过度生长”。有时，有些公司为了达到目的，会随意签订便宜保单，因而，在设法解决短期问题的同时，滋生了一个长期问题。当然，审视1987年通用再保险公司的投资者，不可能接触到这么精确的案例研究，但随意承保的逻辑结果，就是这类问题的迭出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表17-4 国际部净索赔额和索赔费用的动态数据分析 （单位：百万美元）

	1994	1995	1996	1997
未付索赔净义务和索赔费用	3.289	4.352	4.664	4.560
重估的净义务				
相关年份：				
1 年以后	3.545	4.134	4.141	
2 年以后	3.316	3.776		
3 年以后	3.100			
净支付义务的累积增 / 减，包括汇率	−189	−576	−523	
减：由于汇率的增 / 减	285	591	533	
因汇率而调整的累积（不足）	−96	−15	−10	
下述年份所支付的净义务累积金额：				
1 年以后	408	800	1.060	
2 年以后	704	1.569		
3 年以后	1.571			

因为损失成本必须预估，所以保险商在计算承保业绩时，心态起了很大的作用，而且，这使得投资者很难计算保险公司浮动资金的真正成本。一位有经验的观察者通常能够看出准备金中大量的错误，但一般的公众往往只能接受财报所呈的数字。

——巴菲特致伯克希尔－哈撒韦投资者的信，1998年2月27日

不过，通用再保险公司还是有几个能够安抚敏感投资者的方面。1993～1996年的承保动态数据好像更加正面，出现了储备金释放现象（而非增加）。哪怕是在储备金不足的早些年，该公司的储备金增幅还是比较稳定的。这说明在最后几年它的经营是更加慎重小心的。

了解了承保方基本面后，你现在必须转到通用再保险公司的收益上来。在1997年，通用再保险公司的税前投资收益是12.9亿美元，税后收益9.69亿美元。这笔收益产生于总额为246亿美元保险资金的投资，意味着5.2%的税前收益率和3.9%的税后收益率。在该年年末，企业的股东权益是81.6亿美元，意味着税前的净资产收益率是15.8%，税后净资产收益率是11.9%。这些数据还算体面，但不出色。例如，在巴菲特投资前一年，富国银行的净资产收益率是24%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就像综合资产负债表（见表17-9）所示，该公司的大部分投资（大约160亿美元）都是固定收益类产品——这对于设法让风险最小化并要将资产负债期限相匹配的保险公司来说，是情理之中的事。虽然没有予以正规的详述，但请注意还有3.52亿美元的非保险和投资的收入，推测应该是来自金融服务的收入。对通用再保险公司来说，这项计有近1亿美元的税前经营利润，看起来是利润率很高的业务了。

在转到估值之前，就通用再保险公司的管理团队，还有几句话要说。就像我担心通用再保险公司先前的承保做法一样，我同样感兴趣的是想知道，在1993年左右的时间里，该公司在一个新管理团队的领导下，是否有向谨慎承保方面迈出一大步的可能性。就1997年管理层在年度报告里的描述，似乎管理层不会有什么真正的变化：自1987年起，CEO罗奈德・弗格森就占据了这个位置，而CFO约瑟夫・布兰登自1989年起就和公司在一起了（虽然只是在1997年任职CFO的位置）。因此，就承保的谨慎性上，管理层是否会有巨大的改变这一点上，投资者根本无法推断。当我们转到估值时，只要看看巴菲特在购买该企业整个股份时的情况，投资者就会对它的估值有一个清晰的信息画面。在伯克希尔－哈撒韦于1989年6月19日公布的有关伯克希尔收购通用再保险公司的文件里，伯克希尔所说的收购总价是220亿美元，即每股276.50美元的单价。用通用再保险公司1997年10K文档里的所含信息，对这个数字予以校准的话，你可以看到：通用再保险公司当年股票的价格区间在151～219美元，年底的收盘价在每股212美元。因此，巴菲特所支付的溢价比通用再保险公司1997年年底的每股价格高出了30%。

既然通用再保险公司是一家金融机构，就有必要看看基于1997年年底数据的市盈率和市净率指标（见表17-5）。

表17-5　市盈率倍数

市盈率	1997	1996
每股价格（美元）	276.50	276.50
报告所呈的每股利润（稀释的）(美元)	11.76	10.78
市盈率倍数	23.5	25.6

基于1997年的过往利润，通用再保险公司股票的交易价格是处在23倍的市盈率水平。即便是对一家出色的企业，这似乎也是一个极高的倍数。巴菲特为富国银行（另一家金融公司）所支付的价格，也只是前一个完整年份每股净利润的6倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当把目光转到市净率时，你看到的如表17-6所示。

表17-6　市净率倍数

市净率	1997	1996
市值（10 亿美元）	22.0	22.0
股东权益（10 亿美元）	8.16	7.33
市净率倍数	2.7	3.0

同样，基于1997年年底股东权益2.7倍的面值，通用再保险公司看起来还是价格不菲。依据巴菲特投资前一年全年的数据，富国银行股票的价格水平也只是市净率的1.1倍，而且，它还有24%的净资产收益率。通用再保险公司股票的价格水平却是2.7倍的市净率，而且，只有12%的税后净资产收益率。这看起来着实贵出了很多！

如果是我在那个时候考虑对通用再保险公司的投资，那么，我会把它视为一个比一般保险公司好一点的标的，但会十分担心管理层在承保上的谨慎保守不足。基于1997年23.5倍的市盈率和2.7倍面值的价格水平，我的结论是通用再保险公司的价格太高了，因为该企业1997年只有12%的净资产收益率的创造力。再看看通用再保险公司在1997年年底每股212美元的价格，对应的估值是18倍的市盈率和2倍的市净率（见表17-7和表17-8）。我认为这是一个更加合理的估值，但对过往十年间每年的净利润率只有7%的企业来说，并不是一个令人满意的标的。作为一个单独的企业，我看不到它的卓越非凡之处。在这个案例里，巴菲特投资的合理性似乎主要放在与通用再保险公司的大额浮动资金（巴菲特多半能够把它们以合理的收益率进行再投资）相关的某些专业知识上了。实际上，作为一项投资，潜在投资者也能在市场上找到和投资通用再保险这类公司，但这里的前提是：他是在寻找一家经营良好的保险公司。

***

就巴菲特自己对该公司收购的诠释来说（见他在1998年年底给伯克希尔–哈撒韦股东的信），他所采取的立场不同于我基于随后所提数据的推论。巴菲特评述道：“在数十年间，通用再保险公司的名字代表着分保行业的品质、诚实和专业——而且，在罗恩·弗格森的领导下，这种名声被更加发扬光大……我们可以从他们身上学到很多东西。”随着对彼时管理团队和整个企业的正面评价，巴菲特继续解释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

道：通用再保险公司和伯克希尔的结合会给整合后的企业独一无二的结构优势，肯定能够抚平任何利润的波动性（这内涵于以预期收益率而非利润的平稳发售保单的优质分保企业）。特别是，不像其他上市的独立分保公司，通用再保险公司再也不用再担心那些不喜欢利润波动的投资者的惩罚了，而且可以只关注发售那些有利润的保单，哪怕是包括了一些利润波动性大的保单。巴菲特继续阐述了通用再保险公司所具有的一种能力，即拓展伯克希尔全球范围分销保险产品的能力，以及它为伯克希尔所带来的做承保的技术能力。令人惊讶的是，在这个案例里，巴菲特的投资仅仅是部分倚重对方的财务数据，他的收购决策是基于业务的合理性。

表17-7　11年的财务数据摘要（1987～1997年）　（单位：百万美元，除每股数据外）

经营业绩摘要	1997	1996	1995	1994	1993	5年复合增长率	1992	1991	1990	1989	1988	1987	10年复合增长率
综合的数据													
总收入	8.251	8.286	7.210	3.837	3.560	19.5%	3.387	3.207	2.954	2.742	2.719	3.115	10.2%
所收保费净额	6.545	6.661	6.102	3.001	2.524	22.7%	2.349	2.249	2.150	1.898	1.903	2.365	10.7%
净利润	968	894	825	665	711	8.1%	657	657	614	599	480	511	6.6%
每基本股	12.04	11.00	9.92	7.97	8.28	9.8%	7.55	7.46	6.89	6.52	5.04	5.04	9.1%
每稀释股	11.76	19.78	9.74	7.86	8.16	9.6%	7.45	7.32	6.76	6.40	5.03	5.03	8.9%
已实现盈/亏之上的税后利润	965	877	788	621	604	15.7%	465	563	566	559	518	458	7.7%
每基本股	12.00	10.79	9.47	7.43	7.01	17.8%	5.30	6.37	6.35	6.08	5.44	4.52	10.3%
每稀释股	11.72	10.57	9.30	7.33	6.91	17.4%	5.25	6.25	6.23	5.97	5.44	4.52	10.0%
税前投资利润	1.288	1.205	1.017	749	755	11.3%	755	752	706	673	570	506	9.8%
税后投资利润	969	909	787	622	619	9.3%	620	618	581	558	494	435	8.3%
保险投资	24.576	23.168	21.061	17.237	12.012	17.5%	10.986	10.471	9.291	8.758	7.831	6.945	13.5%
总资产	41.459	40.161	34.263	28.116	19.419	23.0%	14.700	12.416	11.033	10.390	9.394	8.902	16.6%
长期负债	285	286	150	150	184	8.4%	190	290	290	250	100	100	11.0%
普通股权益	8.161	7.326	6.587	4.859	4.761	14.1%	4.227	3.911	3.270	3.084	2.695	2.563	12.3%
净资产经营收益率（%）	16.9	16.2	16.5	14.5	15.4	—	13.1	17.7	20.0	21.9	21.9	20.4	—
净资产总收益率（%）	23.4	14.5	32.9	9.5	18.3	—	15.8	23.6	17.4	24.7	19.5	21.2	—
北美财险/伤害险经营情况													
所收保费净额	3.058	3.081	2.964	2.581	2.275	7.0%	2.177	2.122	2.040	1.789	1.780	2.251	3.1%
税前投资利润	814	727	711	986	705	3.0%	703	703	662	638	539	479	5.45
已实现盈/亏之上的税后利润	849	741	716	599	644	11.7%	489	647	649	612	511	449	6.6%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

经营业绩摘要	1997	1996	1995	1994	1993	5年复合增长率	1992	1991	1990	1989	1988	1987	10年复合增长率
法定盈余	6.309	5.326	4.607	3.770	3.836	12.8%	3.452	3.363	2.902	2.684	2.319	2.009	12.1%
投资	15.995	14.879	13.481	11.177	11.601	8.8%	10.477	10.003	8.848	8.417	7.532	6.666	9.1%
净索赔和索赔支出义务	8.881	8.741	7.385	7.029	6.803	6.0%	6.635	6.230	5.816	5.535	5.218	4.739	6.5%
损失率（%）	68.4	69.0	67.3	71.4	70.0	—	78.8	72.0	67.5	69.7	70.7	74.5	—
费用率（%）	30.8	30	32.3	30.5	31.3	—	29.9	29.3	31.5	28.3	28.8	24.7	—
承保综合成本费率（%）	99.2	99.1	99.6	101.9	101.1	—	108.7	101.3	99.0	98.0	99.5	99.2	—
国际财险/伤害险经营情况													
所收保费净额	2.268	2.505	2.429	420	249	67.5%	172	127	110	109	123	114	34.9%
税前投资利润	369	394	247	52	43	51.0%	47	44	39	31	27	24	31.4%
已实现盈/亏之上的税后利润	315	320	200	46	25	67.3%	24	30	25	35	33	26	28.3%
投资	8.581	8.290	7.535	6.060	589	75.9%	509	469	442	342	299	279	40.9%
净索赔和索赔支出义务	4.560	4.664	4.352	3.289	253	86.5%	202	164	156	121	109	105	45.8%
损失率（%）	72.1	73.2	77.0	69.2	75.1	—	80.2	75.8	71.5	62.4	64.4	64.2	—
费用率（%）	30.3	28.9	25.8	29.4	30.9	—	32.8	35.2	37.5	33.4	31.3	31.9	—
承保综合成本费率（%）	102.4	102.1	102.8	98.6	106.0	—	113.0	111.0	109.0	95.8	95.7	96.1	—
国际人寿/健康保险的经营情况													
所收保费净额	1.219	1.075	709	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
税前投资利润	73	59	40	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
已实现盈/亏的税前利润	83	53	50	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
人寿/健康险合同的保单净收益	637	523	379	330	—	—	—	—	—	—	—	—	—
金融服务经营情况													
已实现盈/亏之上的收人	300	269	250	229	211	21.1%	115	100	88	90	101	106	11.0%
已实现盈/亏之上的税前利润	105	100	100	85	58	60.0%	10	1	6	14	27	30	13.3%
普通股股东信息													
普通股流通数的平均数													
每基本股	79.5	80.3	82.1	82.1	84.5	85.7	87.1	88.0	91.3	95.3	101.4		
每稀释股	81.9	82.5	84.2	84.0	86.6	87.6	89.0	89.9	93.2	95.3	101.5		
每普通股股息	2.20	2.04	1.96	1.92	1.88	4.1%	1.80	1.68	1.52	1.36	1.20	1.00	8.2%
普通股股息总额	174	163	161	157	159	2.6%	153	146	133	124	114	101	2.6%
普通股回购成本	864	735	35	207	134	—	179	59	236	206	268	274	—
每股普通股股东权益	105.40	89.92	80.22	59.35	56.92	16.1%	49.89	45.14	37.50	34.28	29.04	26.20	14.9%
普通股价格													
高位	219.38	169.38	157.88	128.50	132.75	12.1%	123.13	101.88	93.00	95.75	59.25	68.38	12.1%
地位	151.25	139.13	122.88	102.50	105.38	14.0%	78.63	84.88	69.00	55.00	45.88	48.75	12.0%
年底	212.00	157.75	155.00	123.50	107.00	12.9%	115.75	101.88	93.00	87.13	55.25	55.88	14.3%

资料来源：General Re Corporation，199710K Report，7－9.

表17-8　利润表（1995～1997年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：百万美元，除每股数据外）

	1997	1996	1995
保费和其他收入			
已签约净保费			
财险 / 伤害险	5.326	5.586	5.393
寿险 / 健康险	1.219	1.075	709
已签约净保费总额	6.545	6.661	6.102
已执行净保费			
财险 / 伤害险	5.414	5.618	5.141
寿险 / 健康险	1.193	1.060	696
已执行净保费总额	6.607	6.678	5.837
投资收益	1.288	1.205	1.017
其他收入	352	309	292
已实现投资收益净额	4	104	64
收入总额	8.252	8.296	7.210
费用			
索赔和索赔费用	3.788	3.984	3.680
寿险 / 健康险优惠	883	789	505
收购成本	1.414	1.478	1.345
其他经营成本和费用	810	727	550
商誉摊销	29	21	13
费用总额	6.924	6.999	6.093
所得税和少数股东权益之前的利润	1.327	1.297	1.117
所得税支出（优惠）			
当期额	254	327	288
递延额	48	−4	−41
所得税支出	302	323	247
少数股权权益之前的利润	1.025	974	870
少数股东权益	57	80	45
净利润	968	894	825
股份数据			
每普通股净利润			
原始股	12.04	11.00	9.92
稀释股	11.76	10.78	9.74
流动普通股平均股份数			
每基本股	79 502 845	80 251 342	82 085 315
每稀释股	81 947 547	82 466 750	84 227 806
普通股股东每股股息	2.20	2.04	1.96

资料来源：General Re Corporation，199710K Report，34.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表17-9　综合资产负债表（1996年～1997年）

（单位：百万美元）

资产	1997	1996
投资		
固定期限，可随时出售证券（成本：15 895 美元，1997 年；16 298 美元，1996）	16.847	16.992
优先股，公允值（成本：980 美元，1997 年；771 美元，1996 年）	1.041	789
普通股，公允值（成本：2 098 美元，1998 年；1 940 美元，1996 年）	4.748	3.672
短期投资，摊销成本，接近公允价值	1.172	1.019
其他投资资产	768	696
保险投资总额	24.576	23.168
现金	193	154
累计投资收益	358	350
应收账款	1.858	2.663
再保险公司所持基金	488	474
可回收的分保费	2.706	2.935
递延收购成本	476	457
商誉	968	1.038
其他资产	962	804
金融服务资产		
投资证券，公允价值（成本：790 美元，1997 年；176 美元，1996 年）	792	179
交易证券，公允价值（成本：1 908 美元，1997 年；2 994 美元，1996 年）	1.859	2.967
短期投资，公允价值	129	248
现金	159	211
来往账款资产	4.313	3.962
再售协议下购买的证券	903	—
其他资产	719	551
金融服务资产总额	8.874	8.118
资产总额	41.549	40.161
负债和股东权益		
负债		
索赔和索赔费用	15.797	15.977
寿险 / 健康险合同的保单优惠	907	751
尚未挣得的保费	1.874	1.957
其他分保余额	2.948	3.388
应付票据	285	286
所得税	1.104	732
其他负债	997	963
少数股东权益	1.032	1.166
金融服务负债		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

资产	1997	1996
回购协议下拆出的证券，合同价	1.030	1.985
购买但尚未支付的证券，合同价	1.190	869
交易账款义务	3.664	3.785
商业票据	689	140
应付票据	746	4
其他负债	1.032	830
金融服务负债总额	8.351	7.613
负债总额	33.295	32.833
累积的可转换优先股（已发股份：1 700 231，1997 年；1 711 907，1996 年，无面值）	145	146
给雇员的储蓄和股票持有计划的贷款	−142	−144
普通股股东权益		
普通股（1997 年和 1996 年发行 102 827 344 份；面值 0.50 美元）	51	51
实缴资本	1.109	1.041
未实现的投资升值，扣除了递延所得税	2.460	1.625
货币兑换调整，扣除了递延所得税	−42	−53
留存收益	7.492	6.708
减：库藏普通股，成本价（所持股份：25 393 840，1997 年；21 262 113，1996 年）	−2.909	−2.046
普通股股东权益总计	8.161	7.326
负债和股东权益总计	41.459	40.161

资料来源：General Re Corporation，199710K Report，35.

[1] 对于不熟悉这个词的人来说，再保险企业就是承担其他保险公司分过来的那些风险业务；因此，它是承保来自其他保险公司部分或全部风险的保险公司。

[2] 巴菲特致伯克希尔 - 哈撒韦股东的信，1998 年2 月28 日。

[3] 请注意，这些保险比率和保险会计是通行的表述。虽然这些指标和表述通常就是按照所述的那样计算，但无论在表述还是会计方法上，还是有些不同的形式。

[4] Swiss Re, “World Insurance in 2000,” Sigma, no. 6, (2001): fi gure 5, 13.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第18章　1999：中美能源公司

在1999年10月，巴菲特宣布了一项交易：以每股35.05美元的价格，以现金支付方式，收购中美能源公司（MidAmerican Energy Holdings Company）近76%的股份——收购价比公告之前的收盘价溢价29%。在这项交易里，伯克希尔－哈撒韦不仅购买了普通股，还购买了优先可转换股和固定收益证券。这个交易结构使伯克希尔－哈撒韦享有该公司76%的经济利益，但不足10%的投票权。之所以采取这种架构，部分原因是因为要避免违反1935年《公用事业控股公司法案》的相关规定。在特定的条件下，这项法案会严格限制公用事业控股公司的业务活动。比如，如果伯克希尔的投票权高于10%，那么，该公司的业务活动就要受到相关的限制。总之，伯克希尔－哈撒韦在这次交易中支付了近20亿美元，而且这项交易还包括了两位著名的联合投资人：沃尔特·斯科特（他自1988年起就是伯克希尔－哈撒韦的董事，而且，这次交易还是他介绍给巴菲特的），大卫·索科尔（此时中美能源控股公司颇具创新精神的CEO）。[1]

让我们直接切入这个投资案例。如果我此时是一位潜在的投资者，我会就这家公司问两个主要的问题：这是一个有品质的企业吗？这家公司卖了一个好价钱吗？实际上，就案例分析来说，中美公司1998年年底的年度报告是一个好的起点，因为这是该项交易在1999年年底发布时，能够得到的最近的一份完整年报。

就像这份年报所示，中美公司是一家能源多元化企业，涉入最多的业务是发电，但也有电力输送和“上游”气田的勘探业务。根据财报注释里分块报告披露的信息，中美公司把其业务分为3个核心部分以及相关的经营费用（见表18-1）。

表18-1　业务板块概览

板块	收入（百万美元）	经营利润（百万美元）	评述
国内发电	583	314	
海外发电	224	143	主要在菲律宾
海外公用事业	1843	173	主要在英国
公司总部	33	−10	
总计	2683	619	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这份报告还包括一份1998年年底公司发电厂的清单。

就像你能看到的，创造了最大收益的业务板块是国内的发电部分，而且位于美国的多数发电厂都处在艾奥瓦和伊利诺伊两州。这些发电厂包括了煤电厂、天然气电厂、地热电厂、水电厂和核电厂。海外电厂（包括菲律宾的3家和英国的2家）是海外发电分部的资产。

在经营上，国内和海外的发电业务是类似的。在这两种发电业务中，核心的活动都是兴建和运营发电厂——购买燃料（如煤炭）和售电。这里，影响电厂利润高低的因素相当微妙——抑或是替代燃料和成本、抑或是它们各自影响用的技术或者是它们经营效率的高低。实际上，这两种企业的最大差异在于政府管制的不同。发电业务是世界范围里受到政府管制最严厉的行业之一，因此，发电企业的盈利能力往往是与各自经营所在国的管制环境紧密相连的。

在此时的美国，与中美公司相关的监管机构和政策有好几家和好几种。在全国层面，1980年《公用事业监管政策法案》通过以来，独立的能源生产商受到了鼓励，公用事业公司不能不买它们的电了。这些监管条例还延伸到了价格层面。在州一级，还有很多的监管条例，往往和国家的政策相关。例如，在艾奥瓦州，直接的利润监管条例规定：如果中美公司的普通股年收益率超过12%，那么，这些利润的一部分就必须与消费者共享。同样地，除非中美公司普通股收益率跌到9%以下，否则，它是不能够提价的。

在英国，发电行业的监管包括一个被称为“Pool”的电力交易市场。自从1989年《电力法案》分阶段生效后，实际上，所有在英格兰和威尔士生产的电力都必须通过“Pool”买卖——价格在这里确定。这意味着，即便一家公司生产电力并把它作为一个公用产品出售，它也必须按照既定的价格把它的电力卖给“Pool”，而且，为了把它再卖给公用事业客户，还得再从这个“Pool”购买。这种做法和其他几种相关措施，使得这种产品的价格管制在英国很盛。

总之，政府管制的效果（国内和海外）都是把利润率限制在一个健康而非丰厚的区间。在约定的合同框架里，如果能源公司能够提升效率，它就能提高利润，但只能局限于此。一旦监管机构发现它们的利润偏高，就会设定新的管制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

该公司最后的两个业务板块分别是海外公用事业和公司业务。海外公用事业主要由北方电力分销有限公司主导，它是英国电力的一家分销商。在1998年，该企业有接近17000公里的输电线和26000公里的地下电缆，并有向150万客户提供电力的权利。除了作为一家电力分销商，北方电力公司还出售和分销天然气。除了北方电力公司，中美公司还有其他企业，包括CE天然气英国有限公司（从事天然气的勘探和生产）。因此，在海外，尤其是在英国，中美公司有传统的公用事业业务，包括能源产业的全价值链：从勘探、生产、分销到向客户直接出售。最后一个业务板块是公司业务，包括像法务和金融等公司功能型业务，同时，还包括几项利基业务，比如，住宅服务——属于整个中美公司的房地产业务。

现在，让我们转向该公司的财务报表（见表18-2）。对于控股公司，1998年，中美公司在25.5亿美元收入的基础上，报告的净利润是1.27亿美元。基于1998年年底稀释的7410万流通股，每股的净利润是2.01美元。就经营利润来说，这里计算的息税前利润是4.91亿美元。这还不包括2.2亿美元的净利息支出，9300万美元的所得税计提，4100万美元的少数股东权益支出和1100万美元的非经常性支出。鉴于净利息的支出水平（接近净利润的两倍），这里的息税前利润要比净利润，更能反映这个企业内含的盈利能力。就利润率来说，息税前利润率是19.2%，净利润率则是5%。

表18-2　发电厂摘要（1998年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目①、②	设备（净兆瓦）	拥有的净兆瓦③	燃料	位置	商业运营	美元支付	电力买家	④政治风险保险
运营项目								
大斯能源中心，单元 1&2	131	131	煤	艾奥瓦	1954, 1958	是	MEC	无
大斯能源中心，单元 1	675	534	煤	艾奥瓦	1978	是	MEC	无
路易莎电厂，单元 1&2	700	616	煤	艾奥瓦	1983	是	MEC	无
尼尔电厂，单元 1&2	435	435	煤	艾奥瓦	1964, 1972	是	MEC	无
尼尔电厂，单元 3	515	371	煤	艾奥瓦	1975	是	MEC	无
尼尔电厂，单元 4	624	253	煤	艾奥瓦	1979	是	MEC	无
奥塔姆瓦电厂	716	372	煤	艾奥瓦	1981	是	MEC	无
阔德城电站	1 529	383	核能	伊利诺伊	1972	是	MEC	无
里弗赛德电厂	135	135	煤	艾奥瓦	1925 ～ 1961	是	MEC	无
燃气轮机发电	758	758	燃气	艾奥瓦	1969 ～ 1995	是	MEC	无
风车式水力发电	3	3	水力	伊利诺伊	1970	是	MEC	无
因皮里尔河谷	268	134	地热	加利福尼亚	1986 ～ 1996	是	Edison	无
萨拉克	240	90	燃气	纽约	1994	是	NYSEG	无
电力资源	200	100	燃气	得克萨斯	1988	是	TUEC	无
诺康	80	32	燃气	宾夕法尼亚	1992	是	NIMO	无
尤马	50	25	燃气	亚利桑那	1994	是	SDG&E	无
罗斯福温泉	23	17	地热	犹他	1984	是	UP&L	无
沙漠之峰	10	10	地热	内华达	1985	是	N/A	无
马翰纳东	165	149	地热	菲律宾	1997	是	PNOC-EDC	有
马利博格	216	216	地热	菲律宾	1996 ～ 1997	是	PNOC-EDC	有
阿帕马赫	119	119	地热	菲律宾	1996	是	PNOC-EDC	有
蒂赛德电力公司	1 875	289	燃气	英国	1993	否	Various	无
维京	50	25	燃气	英国	1998	否	Northern	无
运营项目总计	9 517	5 197						

①该公司运营除下述项目外的所有上述项目：蒂赛德电力公司、阔德城电站、奥塔姆瓦电厂和沙漠之峰。

②表18-2没有包括印度尼西亚的3个项目，其中两个还在仲裁之中，一个在1998年3月开始运营。

③实际的兆瓦可能会不同，这取决于运营和水库条件以及电厂的设计。设施的净产能（以兆瓦计）表示设施总产能减附加载荷。附加载荷是设施自身所用的电力产能，并没有售予公用事业单位或其他外在购买者的那部分。所拥有的净兆瓦表示的是当期具有法律所有权的那部分净兆瓦，但在某些情况下，并没有反映合伙分销网的当期情况。

④PNOC-EDC——菲律宾国家石油公司能源发展公司，菲律宾政府和菲律宾全国灌溉管理局（NIA）也从该设施购买了水资源；Northern——北方电力有限公司。菲律宾政府承诺担保菲律宾国家石油公司能源发展公司和菲律宾全国灌溉管理局两家的负债义务。Edison——南

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

加州爱迪生公司；SDR&G——圣迭龙燃气电力公司；UP&L——犹他电力公司；NYSEG——纽约州电力燃气公司；TUEC——得克萨斯公用事业电力公司；NIMO——尼亚加拉莫霍电力公司；MEC——中美能源。

作为该公司的潜在投资人，我还会考虑这项业务的资金密集度和收益的经济性，为此，我会计算已用资金收益率。这里，我们用4.91亿美元的息税前利润减去35%的公司税（1998年适用的税率），得到的税后净经营利润是3.19亿美元。表18-3体现了有形资金基数的相关情况。

表　18-3

类别	数量（百万美元）	占收入的 %
财产工厂和设备	4236	166
存货	—	0
应收账款	528	21
应付账款	−306	−12
已用资金总额	**4458**	**174**

就像你能看到的，中美公司在发电和公用事业业务上使用的资金量相当大。从总数目上看，它占了收入的174%。这比生产性企业高了很多。基于这个有形已用资金和3.19亿美元的税后经营利润净额，所得的已用有形资金收益率是7.2%。这个收益率还算不错，但谈不上出色。考虑一下这种情形：在年终，有些财产厂房和设备显示于资产负债表上，但它们对当年的利润没有什么贡献。1997年年底，一个不那么保守的已用有形资金量（37.31亿美元）还算比较合理。基于这个数字，相应的已用有形资金收益率应该是8.5%——好些，但仍然不是非常好。作为一位投资人，我的结论是：中美公司业务的已用资金收益的经济性尚可，但肯定不是出类拔萃的。

当然，还有需要考虑的其他因素。鉴于中美公司是一家从事公用事业的企业，有很高的稳定性，它多半有便宜的资金渠道，因而，能够创造的收益率应该比它的已用有形资金收益率更好。计算净资产收益率是测试这种假设的一种较好的方式。用1.27亿美元净利润和8.27亿美元普通股金额相比，中美公司的净资产收益率是15%。这看起来的确是支持这样一个假设：中美公司之所以能够获得一个还不错的收益率，部分原因是它能够利用价格合理的资金所构建的财务杠杆。总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之，我的结论是：中美公司是一家经营和增长都好于同行的企业，但它的核心业务并非什么内在的精湛组合。

最后，让我们来看估值：鉴于伯克希尔－哈撒韦以每股35.05美元的价格购买中美公司，相关的估值如表18-4和表18-5所示。

表18-4　企业价值/息税前利润（EV/EBIT）倍数

企业价值 / 息税前利润（EV/EBIT）(百万美元)	1998	1997
企业价值（EV）① (百万美元)	7 867	7 867
息税前利润（EBIT）	491	343
企业价值 / 息税前利润（EV/EBIT）倍数	16.0	22.9

①计算企业价值（EV）的方法是：35.05美元（每股价格）×7264万股（1999年6月30日流通的稀释股份）加上1999年6月30日的53.21亿美元的净负债。净负债的计算方法是：2.47亿美元的现金+1.3亿美元的可售证券+3.85亿美元受限现金+1.9亿美元的股权投资-20.17亿美元的母公司负债-42.56亿美元项目负债。注意：这个基于最近一期10Q报告的金额要低于这次收购在媒体发布文件上所引用的近90亿美元的企业价值。有两个因素可以用来解释这个差异：①6月30日和新闻稿发布日之间净负债的变动额；②优先股价值的计算。

表18-5　市盈率倍数

市盈率	1998	1997
股票价格（美元）	35.50	35.50
报告所呈的每股净利润（按稀释股份计）(美元)	2.01	负数
市盈率倍数	17.4	不适用

这些倍数看起来都非常高，尤其是基于前面分析的结论：中美公司并不是一个很好的业务组合体。实际上，在中美公司的估值里，肯定会有1～2个价值明显的下属企业（比如，房地产）没有算在其中。除非它的利润遭受了周期性市场的挤压，否则，对于作为潜在投资者的我来说，中美公司彼时的价值并没有被低估。鉴于1998年获得的7%的已用有形资金收益率和15%的净资产收益率，我认为它遭受周期性利润挤压的可能性不大；由于发电业务明显属于资金密集型业务，所以，我推测这种业务周期性的已用有形资金收益率也高不过12%～13%。假设，在一个非常好的年份，基于同样资产基数的利润会高出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

50%，对应可比的企业价值/息税前利润（EV/EBIT）倍数会接近11倍，市盈率会接近12倍——这也并非是很便宜的估值。

这里唯一令我感到印象深刻的就是该公司的增长速度！

1994～1998年，就像遴选的财务数据所示，它的收入从1.54亿美元增长到25亿美元。类似地，同期的净利润从0.37亿美元增长到1.27亿美元。这份年报的评述清楚地说明，公司的增长分别来自内生性要素和收购。总而言之，我视中美公司为一家经营稳定且成长表现不错的企业，但收益率一般。我不会视其为一个有吸引力的投资，至少就普通股而言如此。

那么，巴菲特在这个案例里看到了什么不同之处呢？1999年10月25日，伯克希尔－哈撒韦在有关这项收购的新闻稿中提供了一些线索。首先，这项交易的结构不是通过购买所有普通股方式所做的简单收购。为了使投票权比例符合监管要求，伯克希尔－哈撒韦投了将近12.5亿美元的普通股和无股息的可转换股，以及一个8亿美元的不可转换的信托优先股。就像伯克希尔在给股东的年度信函里披露的，8亿美元的信托优先股相当于收益率为11%的固定收益证券，而且，巴菲特也是这样看的。鉴于这一点，你可以视巴菲特在中美公司的投资为巴菲特只购买了12.5亿美元的权益，享有几乎没有什么风险的收益率为11%的固定收益产品。虽然这种结构的设置有点复杂，但这项交易看起来很像一桩私募股权交易。巴菲特及其合伙人并没有以每股35.05美元，购买约7200万流通的稀释股[2]——这会花掉他们接近25亿美元。巴菲特仅仅支付了12.5亿美元，投资了收益率为11%的固定收益产品，获得了该公司利润76%的所有权。剩余的现金是以债券的形式抵的负债，同时，联合投资人沃尔特·斯科特和大卫·索科尔投资了一个较少的3亿美元。在这个结构里，巴菲特似乎得到了双倍的好处。首先，他享有了非常有吸引力的固定收益投资；其次，他能通过一个稳定增长的企业获益，即相比内含于这个企业温和的已用有形资金收益，他通过股票就能得到更高的收益。虽然难于量化，但这次交易似乎要远优于一般投资人投资中美公司的普通股。此外，还有一点看起来也很清楚：这项交易的结构被设计得如此复杂，规避监管的要求并不是唯一的原因。

在巴菲特的这个投资案中，另一个关键点好像是对管理团队和董事会。在阐述中美公司的收购过程时，巴菲特说道：“如果我在美国企业界有两个选秀权的话，那么，沃尔特·斯科特和大卫·索科尔就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是我为这个行业挑选的人。”[3] 由此可见，巴菲特是打算给他认为很卓越的经理人投资，即这项投资中的两位合伙人。中美公司的年报并没有给人以很强的管理团队感，但从公司的成长历史来看，管理层很明显是称职的。巴菲特显然得益于他个人对这个管理团队能力的了解。

在阅读了随后年份巴菲特对这家企业的评述之后，[4] 我惊讶于巴菲特对相关数字非常敏锐的眼光。特别是他评述道：中美公司计有大额的商誉摊销（也称为收购价格分摊）——它会逐渐消失掉。1998年年报的确包括了商誉摊销的数字，但这个数字隐匿于公司利润表“折旧和摊销”项下。在1998年，这个科目仅有4200万美元，但商誉摊销并不是作为一项真正的费用来计算的，因为它只是一项记账成本而非企业持续经营所需的成本。考虑到这个因素，真正的息税前利润（EBIT）减去合并对价分摊（PPA）应该是5.33亿美元而非4.91亿美元——高出大约10%。相应的企业价值/息税前利润（EV/EBIT）倍数应该从16变为14.6（企业价值/息税前利润（EV/EBIT）减PPA）——仍然偏高，但比原来低。

综合看这些因素，巴菲特似乎主要是投资给他最信任的管理人团队，相信他们能够带领企业持续发展。与此同时，他还投资了一种特殊的架构——要远高于私人投资者以同样的价格购买该公司普通股所能得到的利益。不过，就价格来说（比我一直关注的要低一点），若基于中美公司业务原来的利润，那么，巴菲特似乎是支付了全价。也许，真实的情况是，在1999年间（股票市场价格狂欢的尾端），巴菲特必须支付比以往更高的价格，获得一家能以不错（但不是很高）收益率运用大额资金的企业（见表18-6～表18-9）。

表18-6　5年财务数据摘要（1994～1998年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	1998[①]	1997	1996[②]	1995[③]	1994
利润表数据					
经营收入	2 555 206	2 166 338	518 934	335 630	154 562
总收入	2 682 711	2 270 911	576 195	398 723	185 854
支出	2 410 658	2 074 051	435 791	301 672	130 018
未计所得税计提的利润	272 053	196 860[④]	140 404	97 051	55 836
少数股东权益	41 276	45 993	6 122	3 005	—
未计会计准则改变和非常项目影响的利润	137 512	51 823	492 461	63 415	38 834
非常项目，扣除了税款	−7 146	−135 850	—	—	−2 007
会计准则改变带来的累积影响，扣除了税款	−3 361	—	—	—	—

（续）

	1998[①]	1997	1996[②]	1995[③]	1994
净利润 / 亏损	127 003	−84 027	2 492 261	63 415	36 827
优先股股息	—	—	—	1 080	5 010
可供普通股股东分配的净利润 / 亏损	127 003	−84 027	492 461	62 335	31 817
每股利润					
未计会计准则变化和非常项目影响	2.29	0.77[④]	1.69	1.32	1.02
非常项目	−0.12	−2.02	—	—	−0.06
会计准则改变带来的累积影响	−0.06	—	—	—	—
净利润 / 亏损	2.11	−1.25[④]	1.69	1.32	0.96
流通的基本普通股	60 139	67 268	54 739	47 249	33 189
每股利润					
未计非常科目和会计准则改变带来的累积影响——稀释股	2.15	0.75	1.54	1.22	0.95
非常项目——稀释股	−0.10	−1.97	—	—	−0.05
会计准则改变带来的累积影响——稀释股	−0.04	—	—	—	—
净利润 / 亏损——稀释股	2.01	−1.22[④]	1.54	1.22	0.95
流通的稀释股	74 100	68 686	65 072	56 195	39 203
资产负债表数据：					
总资产	9 103 524	7 487 626	5 630 156	2 654 038	1 131 145
总负债	7 598 040	5 282 162	4 181 052	2 084 474	867 703
公司必须赎回的下属信托的可转换优先证券	553 930	553 930	103 930	—	—
下属信托的优先证券	66 033	56 181	136 065	—	—
少数股东权益	—	134 454	299 252	—	—
可赎回的优先股	—	—	—	—	63 600
股东权益	827 053	765 326	880 790	543 532	179 991

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

①反映了KDG的收购。

②反映了下述收购：北方电力公司、富尔肯近海勘探公司和合伙权益（持有不到1年）。

③反映了马格马电力公司的收购（持有期不到1年）。

④包括87000美元、每基本股1.29美元、每稀释股1.27美元、非经常性的印度尼西亚资产减计费用。

资料来源：MidAmerican Energy Holdings Co.，10K Report 1998，61.

表18-7　资产负债表（1997～1998年）（年度截止日为12月31日）

（单位：千美元）

资产	1998	1997
现金和现金等价物	1 604 470	1 445 338
合资公司现金和投资	1 678	6 072
限制性现金	515 231	223 636
限制性投资	122 340	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

资产	1998	1997
应收账款	528 116	376 745
财产、厂房、合同和设备（净额）	4 236 039	3 528 910
所购净资产公允价值之上的超额费用	1 538 176	1 312 788
权益投资	125 036	238 025
递延费用和其他资产	432 438	356 112
总资产	9 103 524	7 487 626
负债和股东权益		
负债		
应付账款	305 757	173 610
其他累积负债	1 009 091	1 106 641
母公司负债	2 645 991	1 303 845
子公司和项目负债	3 093 810	2 189 007
递延所得税	543 391	509 059
总负债	7 598 040	5 282 162
递延收益	58 468	40 837
公司必须赎回的下属信托的可转换优先证券	553 930	553 930
下属信托的优先证券	66 033	56 181
少数股东权益	—	134 454
应赎回的普通股和期权	—	654 736
股东权益		
普通股，每股 0.067 5 美元面值①	5 602	5 602
追加的实缴资本	1 233 088	1 261 081
留存收益	340 496	213 493
累积的其他综合收益	45	−3 589
应赎回的普通股和期权	—	−654 736
库藏股——23 375 和 1 658 份普通股（成本价）	−752 178	−56 525
股东权益总计	827 053	765 326
负债和股东权益总计	9 103 514	7 487 626

①已授权18万股，发行了82980份，流通股分别是59605股和81322股。

资料来源：MidAmerican Energy Holdings Co.，10K Report 1998，73.

表18-8　利润表（1996～1998年）（年度截止日为12月31日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：千美元，除每股数据外）

	1998	1997	1996
收入：			
经营收入	2 555 206	2 166 338	518 934
利息和其他收益	127 505	104 573	57 261
总收入	2 682 711	2 270 911	576 195
成本和费用			
销售成本	1 258 539	1 055 195	31 840
经营费用	425 004	345 833	132 655
管理费用	46 401	52 705	21 451
折旧和摊销	333 422	276 041	118 586
卡西柯南项目股权投资亏损	—	5 972	5 221
利息支出	406 084	296 364	165 900
减：资本化利息	−58 792	−45 059	−39 862
非经常性费用——资产估值减计	—	87 000	—
成本费用总计	2 410 658	2 074 051	435 791
未计所得税计提的利润	272 053	196 860	140 404
所得税计提	93 265	99 044	41 821
未计少数股东权益的利润	178 788	97 816	98 583
少数股东权益	41 276	45 993	6 122
未计非常项目和会计准则改变带来的累积影响的利润	137 512	51 823	92 461
非常科目，扣除了税款	−7 146	−135 850	—
会计准则改变带来的累积影响，扣除了税款	−3 363	—	—
可支付普通股股东的利润 / 亏损	127 003	−84 027	92 461
每股			
未计非常项目和会计准则改变带来的累积影响的利润	2.29	0.77	1.69
非常项目	−0.12	−2.02	—
会计准则改变带来的累积影响	−0.06	—	—
净利润 / 亏损	2.11	−1.25	1.69
每股——稀释			
未计非常项目和会计准则改变带来的累积影响的利润	2.15	0.75	1.54
非常项目	−0.10	−1.97	—
会计准则改变带来的累积影响	−0.04	—	—
净利润 / 亏损	2.01	−1.22	1.54

资料来源：MidAmerican Energy Holdings Co.，10K Report 1998，74.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表18-9 现金流量表（1996～1998年）（年度截止日为12月31日）

（单位：千美元）

	1998	1997	1996
经营性现金流			
净利润 / 亏损	127 003	−84 027	92 461
调节经营性现金流净额的调整项			

（续）

	1998	1997	1996
非经常开支——资产估值减计	—	87 000	—
非常项目，扣除了税款	7 146	—	—
会计准则改变带来的累积影响	3 363	—	—
折旧与摊销	290 794	239 234	109 447
所购净资产公允价值之上的超额成本的摊销	42 628	36 807	9 139
原始发行折扣摊销	42	2 160	50 194
递延融资和其他费用摊销	21 681	31 632	11 212
递延所得税计提	34 332	55 584	12 252
权益投资收益	−10 837	−16 068	−910
适用于少数股东权益的利润 / 亏损	5 313	−35 387	1 431
其他科目的变化			
应收账款	−135 124	−34 146	−13 936
应付账款、累积负债、递延收益	−41 803	29 799	2 093
经营性现金流净额	344 538	312 588	273 383
投资性现金流			
购买下述权益支出：KDG、北方电力公司、富尔肯近海钻探公司、合伙制企业、马格马公司，扣除收购所得现金	−500 916	−632 014	−474 443
股权投资股息	17 008	23 960	8 222
与经营项目相关的资本支出	−227 071	−194 224	−24 821
菲律宾建筑	−112 263	−27 334	−167 160
印度尼西亚建筑	−83 869	−146 297	−76 546
英国燃气资产的收购	−35 677	—	—
国内建筑和其他发展项目的成本	−36 047	−12 794	−73 179
短期投资的减少	1 282	2 880	33 998
受限现金和投资的减少 / 增加	20 568	−116 668	63 175
其他	−33 787	60 390	−2 910
投资性现金流净额	−990 772	−1 042 101	−713 664
融资性现金流			
出售普通股、库藏股和行使股票期权的进项	3 412	703 624	54 935
来自下属信托的可转换优先证券的进项	—	450 000	103 930
来自母公司发债的进项	1 502 243	350 000	324 136
偿还母公司债务	−167 285	−100 000	—
来自展期贷款的净进项	—	−95 000	95 000
来自下属公司和项目举债的净进项	464 974	795 658	428 134
偿还下属公司和项目负债	−255 711	−271 618	210 892
与债务融资相关的递延费用	−47 205	−48 395	−36 010
购买库藏股票	−724 791	−55 505	−12 008
其他	21 701	13 142	10 756

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

	1998	1997	1996
融资性现金流净额	797 338	1 741 906	757 981
汇率变化影响	3 634	−33 247	4 860
现金和现金等价物净增额	154 738	979 146	322 560
现金和现金等价物的年初值	1 451 410	472 264	149 704
现金和现金等价物的年末值	1 606 148	1 451 410	472 264
附加披露：			
已付利息（扣除资本化的利息）	341 645	316 060	92 829
已付所得税	53 609	44 483	23 211

资料来源：MidAmerican Energy Holdings Co.，10K Report 1998，76.

[1] 巴菲特致伯克希尔－ 哈撒韦股东的信（1999 年年底），2000 年3 月。
[2] 股份回购减少了股份数目，应该远离了1999年6月30日的7400万稀释股。
[3] 伯克希尔－哈撒韦，新闻稿，1999年10月25日。
[4] 巴菲特致伯克希尔－ 哈撒韦股东的信，2002 年2 月28 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第19章　2007～2009：北伯灵顿公司

在2007年年底致股东的信函里，沃伦·巴菲特披露了北伯灵顿铁路公司（Burlington Northern Santa Fe，BNSF）的股权交易：60828818份股票，总价47.3亿美元。这些数字代表了该公司17.5%的股权，均价每股77.76美元。这标志着巴菲特对北伯灵顿铁路公司的初始投资——后者曾是且仍然是北美两大铁路公司之一（另一家是联合太平洋铁路公司）。2009年年底，在另一次交易中，巴菲特和伯克希尔－哈撒韦购买了该公司所剩余的所有流通股。此时该公司的总市值为340亿美元，相当于每股100美元的3.412亿流通股。这次所购股份占了该公司总股份的77.4%。2007～2010年，伯克希尔－哈撒韦公司把所持的该公司股份从17.5%增加到22.6%。本章将从2007年的初始投资角度和2010年全额收购的角度，看看巴菲特对北伯灵顿公司投资的相关情况。经营一个铁路网往往需要很多的资金。北伯灵顿公司的绝大部分收入来自北美各主要经济中心之间的货物运输，因此产生了维护下述项目的成本费用：大量机车和车厢、轨道基础设施和整套的支持设施，包括场地、站台、调度中心以及特殊服务和维修站点等。根据北伯灵顿公司2008年年报（见图19-1），该公司有接近40000名雇员、6510台机车、82555节车厢。该公司的首席执行官和董事长马修·罗斯披露：1997～2008年，北伯灵顿公司支出了300亿美元改善其轨道设施和全部车辆。以任何尺度衡量，这种投入都是一笔巨资。除了处理日常的经营外，运营一家盈利的铁路公司还涉及在企业的扩张过程中，理智地配置资金、维系相应的竞争格局、成功地把握诸如轨道铺设权等监管问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



图　19-1

根据2008年北伯灵顿公司的年报，该企业被分为四个核心部门和一个“其他”类别。它们各自的收入情况如表19-1所示。

表19-1　各部业务数据概览

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

部门	收入（百万美元）	占总量的 %
消费品	6 064	34
工业品	4 028	22
煤	3 970	22
农产品	3 441	19
其他	515	3
总计	18 018	100

在2008年，不计其他类别，4个核心货运部门创造了175亿美元的收入。如表19-1所示，虽然从事消费品运输的部门是最大的部门，但工业品、煤和农产品的量也不小。

如果进一步查看每个货运类别的详尽情况，可以看到，消费品涉及了近90%的集装箱业务（既有国际海运的集装箱，也有国内商品的）和10%的汽车产品。工业产品涉及基建产品、建房产品、成品油、化工/塑料产品以及食品饮料等。煤虽然还是煤，但这里特指的是北伯灵顿公司运输的美国低硫煤（产自怀俄明州和蒙大拿州的粉河盆地）。农产品指的是玉米、小麦、大豆和其他大宗粮食作物，以及乙醇、化肥和其他相关产品。总之，无论是什么产品种类，北伯灵顿公司的主要业务活动就是运输大宗商品。如图19-2（取自当年的10K报表）所示，北伯灵顿公司运输业务所涉区域，主要覆盖美国的中部和西部地区。

如10K报表所示，北伯灵顿公司收入的客户构成是：该公司2/3的收入是服务期各异的单个客户合同贡献的，另外1/3的收入来自按公布的普通货运价格支付的客户。

就像你能看到的，虽然平均的货运距离大致保持在标准之内，但在过去的每一年中，吨英里（量）的总额已经增加了1%～2%。不过，真正的区别来自于吨英里的平均收入——价格在过往的两年中，上升的幅度相当大，在4%～13%。原因之一是燃油价格的高企；但根据北伯灵顿公司的详尽财务数据，燃油费用仅增加了17亿美元，而货运收入却增加了30亿美元（见表19-2）。这个信息说明北伯灵顿公司还是有着某种程度的定价权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



图19-2　北伯灵顿公司业务覆盖区地图

资料来源：Union Pacific Corporation，2007Annual Report.

表19-2　运营指标（北伯灵顿公司）

年度截止日 12 月 31 日	2008	2007	2006
吨英里收入（百万美元）	664 384	657 572	647 857
货运收入（每千吨英里收入)(美元）	26.34	23.34	22.45
平均货运距离（英里）	1 090	1 079	1 071

资料来源：Based on Burlington Northern Santa Fe，200810K Report，10.

理解北伯灵顿公司的另一个关键点是：弄清它的竞争地位。首先，北伯灵顿公司与其他铁路公司的竞争。作为北伯灵顿的铁路业务的最大竞争对手，联合太平洋铁路公司在2008年有48000名雇员和接近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

8700辆机车。为了理解北伯灵顿公司与联合太平洋公司的竞争程度，看看图19-3所示的联合太平洋公司运营图。

就像你能看到的，联合太平洋公司和北伯灵顿公司，在中部平原和西海岸区域，有不少的竞争线路。[1] 鉴于这个事实，两家铁路公司竞争的运营节点还必须包括服务的价格高低、服务的准时性和服务的品质。表19-3有摘自联合太平洋公司2008年度报告的运营指标。

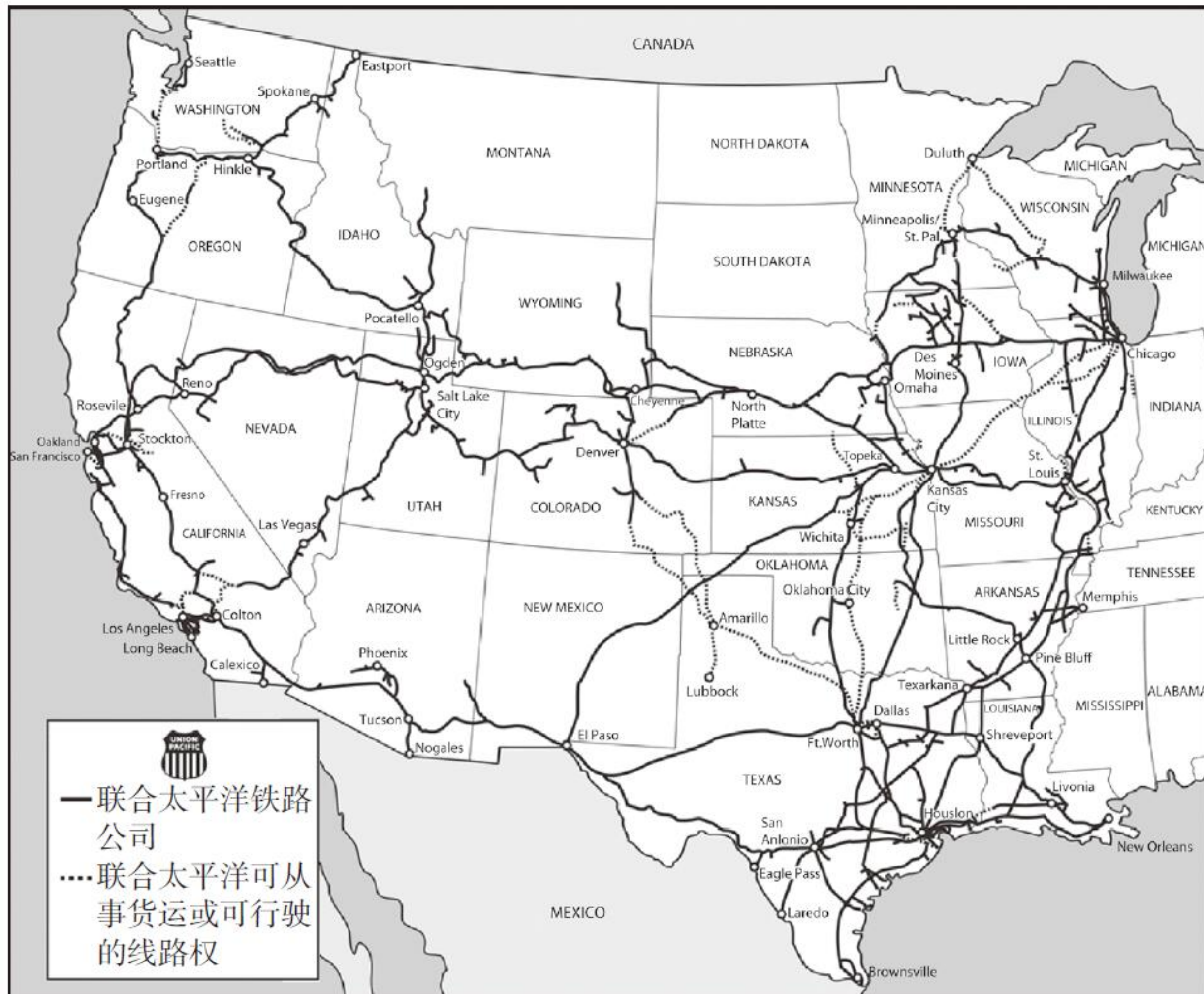


图19-3　运营指标

资料来源：Burlington Northern Santa Fe Corporation, 2008Annual Report.

表19-3　运营指标（联合太平洋公司）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年度截止日 12 月 31 日	2008	2007	2006
吨英里收入（百万美元）	562 600	561 800	565 200
货运收入（每千吨英里收入)(美元）	30.43	27.56	26.17
营运比率（%）	77.3	79.3	81.5
客户满意指数	83	79	72

资料来源：Based on Union Pacific，“Operating/Performance Statistics，”2008Annual Report，35.

通过与北伯灵顿公司的相关指标进行比较，可以得出两个结论。首先，北伯灵顿公司的新增线路权或所管理的货运量略好于联合太平洋公司。不像联合太平洋公司（它在2006～2008年间吨英里收入有些许的下降），北伯灵顿公司在同期却经历了3%的增长。其次，和北伯灵顿公司一样，联合太平洋公司也一直在涨价。两家铁路公司都能够涨价的事实说明，这个行业还有不错的定价环境，不存在两家铁路公司之间你死我活的价格竞争。

就直接竞争来说，联合太平洋公司是北伯灵顿公司真正的竞争对手，但基于前面的分析，这多半是一个有价格自律的、值得尊重的双寡头垄断。2006～2008年，这两个玩家的吨英里收入不仅能够增长而且还有利润，但北伯灵顿公司似乎是一个更好的经营者，同时，联合太平洋公司也经营得相当不错。

除了可选铁路的直接竞争外，你还得考虑长途货运的另一些可替代方式的竞争，最明显的莫过于车运、水运和航运。鉴于水运仅局限于水道，以及航空运输极高的价格，实际上，对轨道货运最大的替代方式显然就是卡车运输了。

在年度报告里，北伯灵顿公司董事长马修·罗斯花了很长的篇幅，详述了轨道货运优于卡车货运的地方，强调“就同等数量的燃油而言，火车运输平均每吨货物所能跑的距离接近卡车的3倍”。而且，在火车货运占据了全国货运的40%多的同时，火车货运的气体排放量却只占了全国温室气体排放量的2.6%。[2] 总之，就正常的运输方式来说，铁路运输可能是我们最有效率、最便宜和环境最友好的一种选择。罗斯阐述道：北伯灵顿公司的关注点，不应该只是放在像联合太平洋这样的直接竞争对手身上，而应该更多地放在整个铁路行业具有的机会上，捕捉全国整个货运蛋糕中更大的份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就北伯灵顿公司2000～2007年的动态财务数据来说，它的收入从2000年的92亿美元，增加到2007年的158亿美元。类似地，它的息税前利润从2000年的22亿美元，上升到2007年的35亿美元。净利润从2000年的9.8亿美元，增长到2007年的18亿美元。就这些年间的年复合增长率来看，收入、息税前利润和净利润的年度增幅大约分别是：8%、7%和9%。根据北伯灵顿公司2007年年底的资产负债表，它的资金需求和收益的经济性情况大致如表19-4所示。

如表19-4所示，铁路企业的主要资金用途是PPE，即财产、厂房和设备。这个类别包括轨道、设施和铁路车辆（包括机车和车厢）的维护。除了PPE，这类企业所需的资金非常少。基于158亿美元的收入和35亿美元的息税前利润，你可以计算出一个10.9%的税前收益率。假设税率为30%，可以得到24亿美元的税后净经营利润，而且，理论上税后已用有形资金收益率是7.6%。

虽然这个数字本身并不是非常漂亮（通常认为好的已用有形资金收益率应该是15%以上的水平），但北伯灵顿公司的有形资金的边际收益率要远好于它的整体资金的边际收益率。虽然这并不是很明显，但还是明白无误的。在该公司总的400亿美元的净值PPE中，约80%是体现在轨道设施和其他的道路工程上。[3] 所有的机车、车厢和其他的设备总共才占到PPE总额的60亿美元。这里，虽然机车和货运车厢每隔几年需要更换一次，或需要购买更多，但核心的铁路轨道和路基所涉的多是一次性发生的成本，不需要太大的追加资金。当然，还有一些区域的扩展需要建设和铺设新铁路，但这种“边际资金”的规模要远小于铺设核心路段的资金支出。说得更具体一点，北伯灵顿公司公布的2006年、2007年和2008年的新铺和维护的铁轨英里数分别是：854英里、994英里和972英里。在该公司运营的总长约为6万英里的铁路线中，这仅代表了略超过1%的年度总里程数字。新扩建的铁路只是其运营总长度的一个零头。相对于货运收入的增幅（它们在2007年和2008年分别增长了5%和14%），这仅仅是一项非常小的投资。因此，它的边际已用有形资金收益率至少是两倍于它的7.6%已用有形资金收益率（它是基于企业的资金总额计算的）。

表　19-4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

类别	金额（百万美元）	占总收入的 %
财产厂房设备	33 583	213
库存	579	4
应收账款	790	5
应付账款	−2 824	−18
总资本（TCE）	32 128	203

总之，对于懂得这项业务的经济属性（具有某些结构优势的高品质企业所具备）的潜在投资者来说，北伯灵顿公司的吸引力在于下述两点：铁路年6%～8%的长期增幅的效益要高于其他运输形式；15%或更高的边际已用有形资金收益率。对北伯灵顿公司来说，人们持有的主要争议是有关定性的问题，即这是否是一个有竞争力的企业，这类企业成功的关键应该是优异的运营执行力。

这自然会引导我们来分析北伯灵顿公司的管理团队，优异的执行力只能源于他们。在2007年年底，管理北伯灵顿公司的团队包括首席执行官兼总裁马修•罗斯和财务总监汤姆斯•宏德。自2000年以来，马修•罗斯就一直是北伯灵顿公司的董事长兼首席执行官。他在1993年进入该公司，在运营层面不断晋升，在成为首席执行官之前，一直是在首席运营官这个岗位。在加入北伯灵顿公司之前，他也是在铁路行业（诺福克南方铁路公司的分支机构）任运输副总裁。罗斯显然是一位在铁路业务上颇具经验的经理人，而且，就像前面论述过的，作为首席执行官，他有过很辉煌的财务业绩，帮助公司创造了收入和利润的持续增长。在罗斯的带领下，北伯灵顿公司的业绩常常盖过了联合太平洋公司。[4] 汤姆斯•宏德也是一位在铁路行业有着丰厚背景的高管人才。自1999年以来，他就一直是北伯灵顿公司的财务总监，而且，在此之前，他就在北伯灵顿公司和圣达菲铁路公司，分别就任过多种财务岗位。在1999年12月31日至2007年12月31日之间，北伯灵顿公司的流通股（稀释）减少了大约23%，从约4.67亿美元减少到3.59亿美元，股息从每股0.48美元增长到每股1.14美元。这显示了汤姆斯•宏德优秀的资本管理才能。虽然北伯灵顿公司管理团队自身并无多少公司股份，但他们不仅经验丰富，而且做出了令人尊敬的过往业绩。

最后，又轮到估值了。巴菲特是分几批购买北伯灵顿公司股份的。就最初于2007年购买的该公司17.5%的股份来说，巴菲特支付了47亿美元——给该公司的总估值是270亿美元。从每股的角度看，这反映

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的是一个每股77.78美元的均价。表19-5展示了适用于这次收购的传统估值倍数。[5]

表19-5 估值倍数

	2007（预期）	2006（实际）
每股利润（稀释）(美元)	5.10	5.11
市盈率	15.3	15.2
息税前利润（10亿美元）	3.49	3.52
企业价值/息税前利润	10.1	10.0
市净率	2.43	2.42

由此可见，这可不是很便宜的估值。但对于一个笃信成长价值的投资者来说，面对一个管理优异并内含优良品质的企业（利润和收入有7%的年度增幅，外加一个较高的边际已用有形资金收益率，而且，这些都是建立在一个可理解的基础之上），这就不仅仅是一个公允的价格了。那么，行笔至此，问题的关键点就变成了，这种成长的确定性有多大。鉴于北伯灵顿公司有着自己的结构优势（更有效的货运燃油使用方法）、具有一个较长的增长史和一个称职的管理团队，那么，作为一个潜在的投资者，我对它的成长前景就有了相当的自信。

在2010年购买该公司剩余的股份时，对于伯克希尔尚未拥有的那3.412亿的流通股，伯克希尔的成本大约是每股100美元。这比巴菲特在2007年最初那次股份购买成本高出了大约20%。基于2009年年底的利润（在做那次购买之时，第4季度的利润数据还无法拿到），新的估值数据如表19-6所示。[6]

表19-6 估值倍数II

	2009（预期）	2008（实际）
每股利润（稀释）(美元)	5.01	6.06
市盈率	19.9	16.5
息税前利润（10亿美元）	3.26	3.91
企业价值/息税前利润	13.2	11.0
市净率	2.66	3.06

显然，巴菲特所支付的对价估值不便宜，而且，不仅远高于他在2007年的那次购买。即便考虑到为支付该公司100%所有权的溢价因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

素，但此时的投资者也很容易认为，基于2008年利润的11倍企业价值/息税前利润，也是建立在该行业利润的最高年份，而2009年13.2倍的价格则是更精确地反映了一个可持续的利润业绩。看起来，巴菲特支付13.2倍企业价值/息税前利润的价格，要么是他对北伯灵顿公司的成长前景有更好的理解，要么就是有足够的信心！

实际上，令我印象最深刻的是做这项投资的经济背景。当巴菲特在2009年年底做这项收购时，美国正在经历其最近一个时期以来最严重的经济衰退之一。2009年11月3日，在北伯灵顿公司的交易被公布之时，道琼斯指数正漂浮在10000点上下，而在那一年的3月，它已经跌到了7000点以下。让我们来专门看看北伯灵顿公司该年底的经营业绩表现（这在巴菲特购买他的股份时还没法得到），它大致与该公司2006年（3个整年份之前）取得的业绩相同（见表19-7～表19-9）。但尽管此时市场上充满了恐惧感，且有北伯灵顿公司短期业绩的糟糕表现，巴菲特却有勇气在一个很不确定的时期里，投出他职业生涯最大的一笔赌注。他看到了一个机会，去购买一家高品质的企业（有不错的成长性和较高的边际已用有形资金收益率），而且，还有足够的信心去支付他人认为是昂贵的价格——尤其是在2009年。这里，我仅有的推测是：就投资机会而言，巴菲特宁可坚持选择他所逐渐熟知的好机会，而不去碰那些在2009年年底市场危机之时，所出现的很有吸引力的机会。

表19-7　利润表（2006～2008年）（年度截止日为12月31日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：百万美元，除了每股数据外）

	2008	2007	2006
收入	18 018	15 902	14 985
经营支出			
燃油	4 640	3 327	2 856
薪酬和福利	3 884	3 773	3 816
购买服务	2 136	2 023	1 906
折旧和摊销	1 397	1 293	1 176
设备租赁	901	942	930
原材料和其他	1 148	959	780
经营支出总计	14 106	12 316	11 464
经营收益	3 912	3 486	3 521
利息支出	533	511	485
其他支出（净额）	11	18	40
未计所得税收益	3 368	2 957	2 996
所得税支出	1 253	1 128	1 107
净收益	2 115	1 829	1 889
每股利润			
每股基本利润	6.15	5.19	5.23
每股稀释利润	6.08	5.10	5.11
平均股份			
基本股	343.8	352.5	361.0
股权奖励的稀释影响	4.0	6.4	8.8
稀释股	347.8	358.9	369.8

资料来源：Burlington Northern Santa Fe Corporation，200810K Report，39.

表19-8　资产负债表（2007～2008年）（年度截止日为12月31日）

（单位：百万美元）

资产	2008	2007
流动资产		
现金和现金等价物	633	330

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

资产	2008	2007
应收账款（净额）	847	790
材料和物料	525	579
递延所得税的当期部分	442	290
其他流动资产	218	192
流动资产总计	2.665	2.181
财产厂房和设备（净额）	30.847	29.567
其他资产	2.891	1.836
资产总计	36.403	33.583
负债和股东权益		
流动负债		
应付账款和其他流动负债	3.190	2.824
一年内到期的长期负债	456	411
流动负债总计	3.646	3.235
长期负债和商业票据	9.099	7.735
递延所得税	8.590	8.484
养老金和退休医疗及福利义务	1.047	444
伤亡和环境义务	959	843
员工离职费	57	77
其他负债	1.874	1.621
负债总计	25.272	22.439
股东权益		
普通股，0.01 美元面值，60 万份授权股，541 346 和 537 330 份已分别发售	5	5
实缴的追加资本	7.631	7.348
留存收益	12.764	11.152
库存股，成本价，分别为 202 165 份和 189 626 份	−8.395	−7.222
累积的其他综合亏损	−874	−139
股东权益总计	11.131	11.144
负债和股东权益总计	36.403	33.583

资料来源：Burlington Northern Santa Fe Corporation，200810K Report，40.

表19-9　现金流量表（2006～2008年）（年度截止日为12月31日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：百万美元）

	2008	2007	2006
经营活动			
净利润	2.115	1.829	1.889
把净利润调节为净现金流的调整项（经营活动相关）：			
折旧与摊销	1.397	1.293	1.176
递延所得税	417	280	316

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

	2008	2007	2006
已付员工离职费	−15	−21	−27
长期的伤亡和环境义务（净额）	150	26	−55
其他（净额）	81	183	−43
流动资产和流动负债的变动额			
应收账款（净额）	191	20	−127
应收账款销售额项目变动额	−250	—	—
材料与物料	54	−91	−92
其他流动资产	−31	12	99
应付账款和其他流动负债	−132	−39	53
经营性现金流净额	3.977	3.492	3.189
投资活动			
资本支出	−2.175	−2.248	−2.014
设施融资的建筑成本	−64	−37	−14
设备采购等待的融资	−941	−745	−1.223
融资资产出售的进项	348	778	1.244
其他（净额）	−241	−163	−160
投资性资金流净额	−3.073	−2.415	−2.167
融资活动			
商业票据 / 银行借款的增 / 减净额	−161	−584	283
长期负债的融资进项	1.150	1.300	300
支付长期负债	−217	−482	−467
已付股息	−471	−380	−310
行使股票期权的进项	91	142	116
购买北伯灵顿普通股	−1.147	−1.265	−730
来自品质奖励计划的额外税收优惠	96	121	95
设施融资的进项	68	41	—
其他（净额）	−10	−15	−9
融资性现金流净额	−601	−1.122	−722
现金和现金等价物的增 / 减额	303	−45	300
现金和现金等价物：			
年初	330	375	75
年末	633	330	375
增补的现金流信息			
已付利息，扣除资本化的金额	538	494	462
已付所得税，扣除返还部分	820	680	779
非现金资产融资	258	461	109

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资料来源：Burlington Northern Santa Fe Corporation，200810K Report，41.

从总结的角度看，似乎巴菲特投资北伯灵顿公司的首要原因是：这项投资是以一个合理的价格，购买了一家有优秀管理团队的好公司。在2009年，他获得了一个机会，“仅”支付高于其初次购买价近25%溢价的对价，让他把自己熟知的一个企业私有化了——是在一个市场充满着不确定性，而且，该企业的势头仍然不明确的情况下。这对任何一位资深投资者来说，都需要极大的勇气——无论你是否应该给短期投资者的资金一个说法。

与马修·罗斯的对话

2009年12月21日，在其内部的局域网上，北伯灵顿公司发布了一段首席执行官马修·罗斯访谈沃伦·巴菲特（伯克希尔－哈撒韦的首席执行官）的视频，谈论的话题是有关伯克希尔－哈撒韦收购北伯灵顿公司的相关事宜。下面是这个视频的内容。

北伯灵顿公司视频新闻

访谈沃伦·巴菲特

访谈人：马修·罗斯

2009年12月3日

马修： 大家好！我是马修·罗斯。欢迎来到北伯灵顿公司视频新闻特刊。如大家所知，我们最近频繁出现于新闻媒体，盖因一则重要的公告，即我们北伯灵顿公司未来所有权已经被伯克希尔－哈撒韦收购。就此，很多人问了我很多问题，诸如，这对北伯灵顿公司意味着什么？这对为北伯灵顿工作的人意味着什么？这对客户意味着什么？这对我们运营所在地的社区意味着什么？在此，我想，还有谁能比伯克希尔－哈撒韦的董事长兼首席执行官沃伦·巴菲特更好地回答这个问题呢！所以，我们今天要款待一个大人物！我们邀请到了沃伦·巴菲特到今天的录制现场，现在让我们直入主题。我已经向大约20个人提出请求，让他们向巴菲特提问题。他们提交的问题一共大约有150个，我仅打算问其中的15～20个。当然，我将会根据时间来做具体的处理。让我们言归正传。沃伦，再一次表示欢迎，感谢您的到来！第一个问题是：您为何收购北伯灵顿公司，为何现在收购？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特： 好的！你们都知道，我钟情铁路。这要回到70年前。那时，我每周日都会去那个联合车站，在很多年的时间里，我都在关注铁路行业。在20年前，我们没有能力做这种收购，因为那时伯克希尔的规模还不够。但伯克希尔成长得很快。我们不支付股息，所以，我们一年能够集聚80亿、90亿甚至是100亿美元的资金。你们要知道，这就是我的梦想，找到机会购买一家像你们这样优秀的铁路公司。我对这次收购感到兴奋无比！

马修： 好的，现在是下一个问题。在这次收购的公告中，你说这是对美国经济前景的全力一搏。作为一位在数年的时间里累积起一家铁路公司控股权的人，巴菲特先生说，他非常喜欢做这种事情。那么，能否请你与我们分享一下有关铁路行业未来的情景和相关的思考？

巴菲特： 好的！如果这个国家的经济好，那么，它的铁路行业就一定会好，而且，这个国家的经济正在向好的方向发展。我不知道下一星期、下一个月甚至下一年的事情，但如果你看看下一个50年，这个国家还是会发展的，它的人口还会增加。因此，这个国家将会有更多的货物要运输，而铁路是运输其中许多货物的必然之选，而且，所占百分比会比过去更大——无论是基于成本效率，或是基于燃油效率和环境友好因素，都会如此。所以，铁路行业没有理由会失去份额，我认为整块蛋糕会逐渐变大，而铁路行业将要分得的那块也会变得更大。

马修： 好的，下一个问题。您曾经说过，您宁可花一个合理的价格购买一家伟大的公司，也不会花一个便宜的价格购买一家说得过去的企业。那么，北伯灵顿公司在哪些方面满足了您对一家伟大企业的定义？

巴菲特： 首先，作为一个很好的企业，意味着它会永远在这里。我是指，类似呼啦圈的企业会来去匆匆，然后，又是经营宠物石的以及其他类似的企业。甚至像电视机这类产品的生产厂家，也可以把生产迁到日本去。所有这些都属于一类。铁路业务是不会迁移到其他地方去的。它只能是在美国这片土地上。这里将会有四大铁路公司，运送越来越多的货物。所以，铁路运输业务的确是一项好业务。但它不可能成为像可口可乐或谷歌那样的业务，因为它还是一个提供公众服务的业务，这里还有不少作为业务拼图一部分的政府监管。但从长远的角度看，这是一个好业务。要想使得铁路行业得到扩张并变得更有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

效率，需要持续地投入越来越多的资金。这对这个国家是有意义的。所以，只要你们企业处在对社会有利的一边，社会就会给予你很大的支持。虽然不会是每天都这样，但大多数情况下都会如此。

马修： 哦，我想我们4万名雇员绝对赞同你的看法。好的，让我们转到下一个问题。从过往的情况看，在加入了伯克希尔–哈撒韦之后，那些公司的盈利情况会更好吗？如果真是如此，那是为什么？

巴菲特： 因为加入后，你们可以完全按照你们认为合适的方式经营企业。你不用去迎合银行，不用去看华尔街的眼色，不用去讨好媒体或任何其他人。从根上来说，这会解除对经理的束缚，让他们放手去做他们想做的事情，即按照自己的意愿去经营自己的企业。而且，没有任何地方可以真正像伯克希尔那样提供这种自由度。

马修： 好的。下一个问题（但不是我问的）是，伯克希尔会直接涉足北伯灵顿公司的管理吗？它的管理结构会有变化吗？

巴菲特： 不会的。道理非常简单：我们在奥马哈只有20个人，而且，没有一个人知道如何经营铁路公司。

马修： 好的，让我们进入下一个问题。这项交易将会对员工雇用情况产生正面影响还是负面影响？

巴菲特： 在这个问题上，我认为，真的不会有任何改变。我是说，你们将继续经营这家铁路公司，你们会以一种有效的方式经营。当境况好的时候，你们需要雇用的人会多于境况差的时候。但我们的所有权真的不会对雇用问题产生任何影响。

马修： 好的。下面这个问题来自我们的一位机车工程师。他说，就有关的问题，铁路员工能够直接找您吗？您如何就合理工资、健康医疗及良好工作环境等问题，与伯克希尔–哈撒韦想要的利润进行平衡？

巴菲特： 哦，就北伯灵顿公司的利润来说，你们只需按照你们过去的那种方式做就行了。我或奥马哈的任何人，都不会涉足诸如劳工问题、采购问题、机车购买问题或任何其他的这类问题。这主要是因为——我们购买这家公司，是因为它管理得不错。如果到了不得不为北伯灵顿公司引进管理层的境地，那么，我们双方都有麻烦了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

马修： 好的。下一个问题来自我们的财务部门。为了支付80亿美元的收购负债，将会出售很大一笔北伯灵顿公司的资产吗？

巴菲特： 一毛钱的资产都不会。一毛钱的资产都不可能。

马修： 下一个问题。伯克希尔还会继续投资维持北伯灵顿公司基础设施所需的资金吗？

巴菲特： 哦，如果我们不这样做，那就是疯了！我们不会去买一家企业，然后，让它饿死。你们走到目前的规模是因为你们愿意提前投资，只是这种投资需要在未来3年、5年或10年才能收回。这是铁路业务的一部分，而且，将来还会继续是铁路业务的一部分。

马修： 您已经听我谈过监管的风险。我与我们的员工就这个问题说了好多年。这里的问题是：您对我们行业监管的内含风险前景有什么看法？您是基于什么得出的结论？

巴菲特： 哦，马修，是你的永远是你的。我的意思是，总有人对你的收费感到不满，无论他是牧场的牧场主还是其他人。尤其是考虑到这种业务有公共服务的属性时更是如此。同时，它还有企业家的属性在里面，但还是要考虑到它的公共服务的属性。所以，这项业务无论如何也脱离不了监管。水运和铁路运输之间的竞争关系是永远存在的，总会有人试图利用政治影响来干预运输费率。但最终的结果是，若这个国家还想让铁路行业保持现有的规模，就需要这个行业支出大量的资金，更别说还要使这个规模得到进一步扩张了。除非这个社会失去了理智，否则，它不会阻止这个行业获得一个合理的收益率。

马修： 另一个来自财务部门的问题。北伯灵顿公司的资金需求现在必须在内部与伯克希尔其他所投公司进行竞争吗？

巴菲特： 绝对不会！

马修： 我认为这是一个不错的问题！好的，下一个问题。10年以后，您将会如何评价北伯灵顿公司的这个收购案——先不管它是否成功？

巴菲特： 哦，我会按照自己的标准来衡量，即我赌这个国家将来会发展得更好。如果我赌错了，那是我的问题，与北伯灵顿公司的任何人无关。但我会把它与其他的铁路公司相比较，看看北伯灵顿公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是如何做的。我会拿卡车运输及其他运输方式做比较，看看铁路行业做得如何。但最后，我不会太担心这个问题，因为我已经看到了这里是如何做的。我想我知道这个国家将会如何发展。我认为西部将会好起来。我宁可把赌注放在西部而非东部。所以，我真的不太担心这个问题。

马修： 下一个问题是：北伯灵顿公司应该如何支持伯克希尔－哈撒韦公司实现长期目标？针对北伯灵顿的管理团队，您已经确定的预期是什么？

巴菲特： 你们应该像过去那样经营管理这个企业，你们现在有了25万名股东。我是指他们的利益和伯克希尔－哈撒韦都是一样的，没有丝毫的区别。我们希望这家铁路公司能够尽量地经营好。你们从联合太平洋公司哪怕是多竞争来一个车皮业务，都会令我们高兴，但我们也希望联合太平洋公司能够经营得很出色。我的意思是，我们最好都能把我们各自的业务做好。我想我们在未来都会做得不错！在此，你们要清楚，如果我认为这家公司需要改变的话，我们是不会进来的。

马修： 好的，这里有一个来自雇员的问题：我听说伯克希尔在某些公司停止了企业支持的养老金计划。那么，它对北伯灵顿公司的养老金计划有什么打算吗？当你们在评估是否持续保持所购公司的养老金计划时，你们会考虑哪些因素？

巴菲特： 哦！这应该是管理层决策的事情。我是指，在政府法律规范的福利问题上，可能会有一些变化。我是说，谁能够猜到自其40年前出世以来，401K会有那么多变化或出现一些相关的东西。但就像其他的决策一样，你们也必须就这些问题做出相应的决策。

马修： 北伯灵顿公司已经建立了一套薪酬制度，鼓励雇员用与公司业绩相关的部分奖金，购买公司的股票。在这次兼并后，原有的薪酬制度将会有什么变化吗？

巴菲特： 涉及任何业绩薪酬安排的人或事，无论涉及股票还是其他的任何东西，或是有关这种业绩薪酬的奖励，都是你们要坚定不移地执行下去的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

马修： 好的，这里有很多与您对国民经济的看法及其哲学观念相关的问题。我挑其中的两个。首先，最近坊间传说不断上升的国家负债将会引起下一次经济危机。您同意这个说法吗？应该采取什么方式应对这个问题？

巴菲特： 好的，实际上，我在几个月前就此写过一篇文章。我认为，这肯定是一个问题。但如果我们静下心来，从1776年起，一年一年地捋，你可以记下一堆一堆发生在美国的问题。我们无法避免它们，但我们擅长解决它们。大家都知道，在这个国家甚至还进行过内战，更不用说，大萧条、世界大战、超级流感和其他类似的事件。所以，这个国家总是被问题所困扰，但这个国家也总能解决它们。我不知道商业环境是否能在3个月或6个月得以恢复，但我知道这一点：在下一个100年，我们可能会有15年差的光景，我是指美国会有15个坏的年份，可能还有另一个光景一般的15年，但我们可能会有70个好年份——大致是这种情况。我不知道它们即将呈现的先后顺序，但总体而言，这个国家还是会运转下去的。我们在1790年起步的时候，才有400万人口，看看我们现在的人口情况。说一千道一万，这里关键的还是那个制度在起作用。

马修： 下个问题。您会促进您的那些下属公司的管理层进行合作吗？

巴菲特： 是的，我告诉他们，如果他们能找到使双方共赢的合作方式，那就去做。但我们不会通过奥马哈去强推什么。例如，我们有一家地毯公司就弹性问题与我们的绝缘材料公司（约翰－曼威尔）合作制造出某种东西。我们也推动其他公司进行合作，例如，在计算机的采购上，形成集团购买力，可以得到特殊的折扣。但我们从未让奥马哈发布任何指令。我们从不干涉人们去做这或做那。但这些经理人的确要彼此相识，以便他们不时地想出一些能够互利的事情来。

马修： 好的，下一个问题是，人们认为伯克希尔－哈撒韦原来没有投过工会强势的公司。鉴于这个问题，您对工会在私营部门的一般作用有什么看法，对北伯灵顿公司的工会作用有什么特别的看法？

巴菲特： 是的，我多少会有一些看法。我们有十几个企业，它们的工会力量处在中等水平到强势程度之间。在《布法罗晚报》，我不是非常清楚，大概有12或13个工会。在喜诗糖果公司，也有一些工会。我们在CTB（我们的农业设备公司）也有很多工会。我们有很多很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多的工会。实际上，这在很大程度上取决于在哪个行业，取决于管理层在过去是怎么做的以及其他的一些相关事宜。

马修：　您已经收购了一些非常好的非上市的家族公司，它们的老板非常钟情于他们的企业。是什么特质使得这些企业如此成功？拥有4万雇员的北伯灵顿家族如何才能在我们的工作和生活中应用这些特质？

巴菲特：　对，我们寻找的标的都是经理人对自己的企业充满激情的公司。这是真正的区别所在。我是指，对某种事情有激情的人，都会带来日常工作和决策之外某种特别的东西。除非我认为你们对这个企业有很高的激情，否则，我今天真的不会在这里。我是指，在企业的日常运转中，有官僚气息贯穿其中，是不可思议的问题。这在美国是行不通的。激情是一个重要的成功要素。你会常常在家族企业里找到这种要素，而在专业管理的企业中，发现它的概率就不是那么大了。但我确定在北伯灵顿公司存在着这种激情。

马修：　结束语？

巴菲特：　结束语是，我很高兴今天能来到这里。为了这一天，我等到了79岁，终于使我孩提时期的梦想成真！

马修：　哦，沃伦，对于生活会如何变化这个问题，我有不少领悟。只是对我们的有些雇员来说，他们对今天所涉事宜还是有点困惑，主要还是公司的结构问题。没有了原来那些股东，我们现在有了伯克希尔－哈撒韦和您。但我们的员工日常仍然会继续聚焦于改善我们的安全性、为公司获得更多的货运订单、降低成本、更深地切入客户的供应链。我们期待着与伯克希尔－哈撒韦有一个非常好的关系！我们很高兴您能在百忙之中到访，与我们一起做这一期视频新闻。我可以肯定的是，这对我们的员工意味深长。非常感谢！

巴菲特：　谢谢你们的邀请！

[1] Union Pacifi c, 2008 Annual Report, 5, 10.
[2] Burlington Northern Santa Fe, 2008 Annual Report, 12－13.
[3] BNSF, 2008 Annual Report, Notes to Consolidated Financial Statement no. 7, 54.
[4] 基于美国铁路协会（www.aar.org）的经营统计数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[5] 数据是根据2007年年报中的企业价值与盈利计算的。
[6] 数据是根据2009年年报中的企业价值与盈利计算的。考虑到其340亿美元的企业市值和91亿美元的净负债，企业价值约为431亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第20章　2011：IBM

在2011年11月，沃伦·巴菲特在CNBC的“财经论坛”节目宣布：伯克希尔－哈撒韦已经购买了IBM公司107亿美元的股票——占该公司流通股的5.5%。在解释这次收购行为时，巴菲特说，在过往的50年间，虽然他一直在看该公司的年报，但只是最近他才意识到，IBM的业务对全球IT机构是何等重要。实际上，巴菲特是在阅读了2010年年报（见图20-1）后，才开始购买该公司股票的。

在1911年，IBM由查尔斯·兰赖特·弗林特创建时，只是一家从事计算、制表和计时业务的公司，涉及的都是19世纪晚期的相关技术，主要产品是商业天平和工业计时器等。及至1924年，在老沃森的带领下，该公司才做好海外扩张和聚焦新产品的准备。为了体现这些新的目标，老沃森把公司的名称改为国际商业机器公司（International Business Machine，IBM）。老沃森成为一个标杆性的领袖，擅长把一种几近虔诚的激情注入公司员工的内心。此时，专业化和以客户为中心成为公司的基调，而且，公司的新方向都围绕着它的座右铭“深思”（Think）展开。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图 20-1

自创建以后，IBM就一直是一家具有强大研发能力的组织。1930～1980年，这家公司就一直在记录存储和计算机业务上在全球扮演着主要角色——既服务商业企业（例如，为美国航空公司开发出订票系统SABRE），也服务于政府（例如，为政府建立起用于社保的记录存储系统）。在2013年，Bloomberg指出，IBM每年获得的专利，已经连续20年为所有美国公司之冠[1]。它的发明包括：自动取款机、软盘、硬驱动盘、磁条卡片、统一条形码、扫描隧道显微镜、“沃森”人工智能系统（2011年于一个叫“冒险者”的游戏节目里赢得胜利）。在过往历史中，IBM一直在系统、计算和流程需求方面，以定制的方式，为各种国际用户提供相关的服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自世纪之交以来，IBM进行了一些调整：对强健的部门进行扩充，并逐渐放弃了一些部门。在2002年，IBM收购了普华永道咨询事务所，这个举动意味着加强它的国际商业服务部门（核心业务是信息系统的集成和咨询）。在2005年，IBM把它的个人计算机业务出售给了联想公司。同时，IBM还在软件领域、企业领域和云服务领域进行了一系列收购。这些收购的公司包括Micromuse、SPSS、Ascential、FieNet、ISS、Cognos、Kenexa和SoftLayer Techologies。在过往的十几年间，IBM的战略焦点一直都是在做强它的软件部门。

要想理解一位考虑IBM的投资人在2011年早期的所见，你就必须去看看该公司2010年的年报。这个报告的开头就是彭明盛（IBM的董事长、总裁和首席执行官）的个人看法。他表述了公司正在转型为一家具有国际化和高回报特征的、从事产品和服务经营的企业，以及这种转型将在未来的十几年间，把IBM推向一个更强的竞争地位。在他给股东5页纸的信里，彭明盛为大家呈现了一个通往未来的清晰的路线图（2010年路线图）。这个清晰的前景是：在未来5年，IBM要取得以每股利润业绩为标准的成果。为了实现这个目标，需要驱动3个要素：①经营杠杆；②股份回购；③增长。对彭明盛来说，经营杠杆意味着，把资源转到利润率越来越高的业务，同时，改善公司的生产效率。就股份回购而言，彭明盛给出了一个具体的目标：在未来5年，用5000万美元做股份回购，2000万美元用于发放股息。增长就要复杂得多了，但他给出了几个地区的目标增幅。例如，中国、印度和巴西被界定为“增长的市场”——这些都是IBM正准备使其分支机构翻倍的地方。彭明盛提出的目标是：在2015年之前，把这些增长市场的收入增幅，从20%提升到30%。彭明盛还论述了业务分析和优化领域，指出了业务数据不断增长的大趋势以及IBM能够提供的价值：帮助企业运用这些数据，改善经营决策。第三个增长领域是云计算，IBM可以帮助客户开发自己的私有云，也可以用IBM有关云的基础设施。最后，彭明盛阐述了他称之为“智慧星球”的内涵：于高增长行业（像健康医疗、零售、银行和通信等）大量应用新信息技术驱动的解决方案。

总之，从年报来看，IBM有一个对公司前景很清晰的CEO和董事长，知道如何在未来5年，为股东提升IBM的内含价值。作为潜在投资人，在为股东获取价值方面，我很欣赏彭明盛的直截了当及其目标的具体性。不过，就如何实现业绩增长，我还是有些质疑。

就IBM的业务来看，它分为5个独立的业务部门。我会按照IBM年报里的相同方式逐一对它们进行阐述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如表20-1所示，该公司最大的部门是全球技术服务部、全球企业服务部和软件部门。它们创造的收入和税前利润分别占公司总额的79%和83%。事实上，由于软件部门的利润率如此之高，它在税前总利润中所占的份额要大于任何其他业务部门，高达44%。作为潜在投资人，我会集中精力了解这3个部门：两家全球服务部门和一家软件部门。

表20-1　业务部门数据摘要

业务单元	2010财年收入（10亿美元）	占总额百分比（%）	毛利率（%）	税前利润率（%）
全球技术服务部	38.2	38	34.7	14.1
全球企业服务部	18.2	18	28.3	13.5
软件部	22.5	23	86.9	35.8
系统与技术部	18.0	18	38.5	8.4
全球金融部	2.2	2	51.3	48.0
其他	0.7	1	N/A	N/A
总计	99.8	100	21.5	19.5

全球技术服务部。 对这个行业知识有限的投资人，可能只能理解这项业务的一些基础性的内容——它提供信息技术的基础架构和与业务处理相关的服务，并有4个相关的核心能力：①战略外包服务，包括整套信息技术系统和/或业务处理的外包（如把人力资源外包到像印度这样便宜的地区）；②集成技术服务，可提升企业的效率或生产率；③技术支持；④维护服务：提供产品支持服务以及软件平台和系统的维护。这份年报并没有提供如此详细的说明，所以，没有其他相关信息的投资者很难理解体现在这个部门的IBM的核心业务。只有谙熟IBM结构和这个行业的那些人，才能懂得全球技术服务部主要从事的是技术咨询业务，并关注它帮助客户实施上述业务的那些能力。与此同时，它的用户主要是那些大公司——通常是由销售专员把解决方案及其实施直接出售给这些大公司的技术总监、市场总监和其他经理。提供类似服务的竞争对手包括艾森哲（Accenture）、德勤（Delloitte）、印孚瑟斯（Infosys）和高知特（Cognizant）。

全球企业服务部。 根据IBM的年度报告，全球企业服务部主要帮助客户做两件事情。首先，咨询和系统集成 ——这是一组范围很广的服务，帮助客户开发和实施信息技术解决方案。这不仅包括安装第三方软件（如SAP或Oracle），还有作为IBM增长领域强调的那些业务分析和优化解决方案。其次，应用管理服务， 主要是定制软件和软件支持服务——IBM用于帮助客户为特种业务目的而开发和维护的软件解决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

方案。同样，技术知识不够的潜在投资者多半只能理解这项业务的一些基础的东西，即概括为一组咨询和定制解决方案的实施。

软件部。 对IBM来说，软件部涉及的是本公司拥有和支持的众多软件平台。这主要是中间件，企业级软件（企业用于集成来自不同功能和不同系统软件的信息）。IBM提到了5个不同的平台：万维网环球服务系统平台（Websphere software）、信息管理软件（Information Management software）、蒂沃利软件（Tivoli software）、莲花软件（Lotus Software）和瑞理软件（Rational software）。除了中间件，IBM还支持定制的操作系统——为运营一个系统而提供操作界面的主要软件（定制版本）。

表20-2（IBM在其年报里提供的）展示了中间件的各小组每年的增幅。就像这张表所示，中间件是一个增长的类别，而万维网软件和蒂沃利软件则是增幅最快的类别。

就IBM软件的销售方式来说，它的近2/3是基于年金的方式，来自续生许可费和售后支持。其他1/3则是以一次性收入或现货收入方式。这包括后合同支持、产品升级和技术支持。

就软件领域的竞争而言，有众多和IBM直接和间接竞争的软件提供商（如甲骨文公司、微软公司）以及一些细分市场的玩家（如AG软件等）。说实话，评估IBM这些核心业务的品质并非易事。在潜在投资者看来，软件的一个明显的特征是：对客户的黏性较高、资金密集度很低。但与此同时，IBM的全球技术服务部和全球企业服务部的业务则要更复杂一些。它们提供的某些服务（像做专业数据分析的IT系统实施）好像是IBM历经多年累积起竞争优势的领域。其他服务（像企业咨询或外包服务）好像是更大路货的业务，有不少优秀竞争对手。

表20-2　IBM各子类软件收入摘要　（单位：百万美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年度截止日 12 月 31 日	2010	2009[①]	同比变化（%）	同比变化（调整过货币的）
软件的外部收入	22 485	21 396	5.1	4.8
中间件	18 444	17 125	7.7	7.5
关键品牌中间件	13 876	12 524	10.8	10.7
万维网环球服务系统平台			20.8	20.6
信息管理软件			8.6	8.3
莲花软件			−2.3	−2.1
蒂沃利软件			15.0	15.1
瑞理软件			4.8	4.8
其他中间件	4 568	4 602	−0.7	−1.2
操作系统	2 282	2 163	5.5	4.9
其他	1 759	2 108	−16.6	−17.7

①根据2010年年报进行了重新分类。

资料来源：IBM，2010Annual Report，28.

此时，潜在投资者的结论可能是：IBM是一个软件解决方案和人力资源服务的复杂综合体——其中，高度续生和高质量的收入占了近40%（与软件利润相匹配），还有40%（与咨询和企业服务相关）的收入是建立在从低品质到高品质业务之上（面对不同类别的竞争对手）。就这第二部分收入来说（人力资源服务——轻资产，但重执行），投资者多半会意识到，它十分依赖于优秀的执行力。

在转到IBM的财务分析之前，让我们简单地涉猎一下IBM的最后两个部门——它们创造了该公司接近20%的收入。根据IBM年报，企业系统与技术部是为客户提供基于先进计算能力和存储能力的业务解决方案。按门外汉的话来说，这多是指像定制服务器和辅助产品的硬件解决方案——具体来说，就是IBM所指的z系统、动力系统和x系统。最后一个业务部门——全球金融部，负责为购买IBM产品的用户提供融资服务。

现在，让我们转到财务报表。你会注意到，在年报的第10页和第11页上，IBM就下述指标提供了企业过往10年的数据：税前利润、每股利润、自由现金流和利润率。在10年的时间里，IBM的税前利润从大约110亿美元增加到210亿美元。有关部门的税前利润，你可以看到，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项增幅的大部分来自全球技术服务部、全球企业服务部和软件业务（见图20-2）。

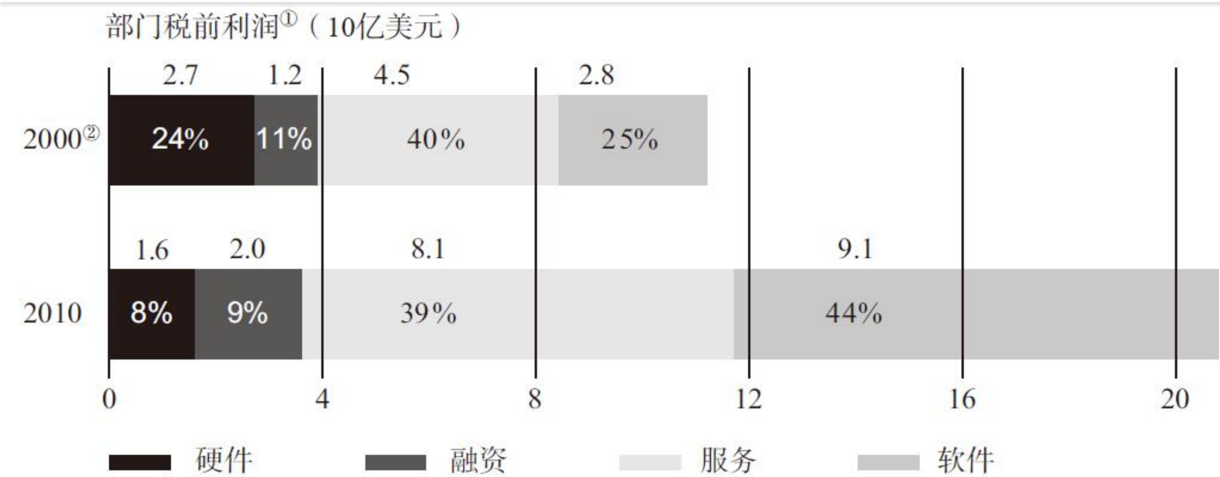


图20-2　IBM税前利润的动态数据（2000～2010年）

①部门的税前利润总和不等于IBM的税前利润。

②未计企业投资和与股票相关的奖励。

资料来源：IBM，2010Annual Report，10.

表20-3　已用资金总量概览

类别	数量（10亿美元）	占收入的百分比（%）
财产厂房设备	14.1	14
无形资产	3.4	3
库存	2.5	3
应收账款	10.8	11
应收融资	26.8	27
应付账款	−7.8	−8
递延收益	−11.6	−12
已用资金总额	**38.2**	**38**

税前利润的增加也得到了其他相关指标的印证：在同期，每股利润和自由现金流都翻倍了。对整体的盈利指标来说，在过去的10年里，每年的增长率都高于6%。而且，毛利从37%提升到46%，税前利润率从12%提升到20%。所有这些财务数据看起来都是巴菲特式的；除了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2003年是下降外，IBM的所有关键指标都是逐年上升的。这些证据都说明IBM业务明显实现了成功转型。

在这份年报里，似乎有一个被轻视的方面：收入。事实上，在有关这10年的表述中，似乎没有提及2000年的收入。被迫查阅前期年报的投资者会发现，相比于2010年1000亿美元的收入，2000年的收入是850亿美元。由此得到的年复合增长率是接近1.6%——与其他指标的增长幅度来说，显然逊色很多。

为了进一步分析IBM业务的经济性，我们把IBM的资金需求和收益的经济性都列于表20-3中。

就像这张表所示，IBM的核心业务并不是资金密集型。它们涉及了一些PPE（财产、厂房、设备），但在大多数情况下，这里的资金需求都与运营相关，包括应收融资的资金，也是如此。

总的来说，IBM的已用有形资金相当于总收入的38%，而且，基于一个198亿美元的息税前利润，所计的税前已用有形资金收益率是52%。如果我们假设的正常税率是30%，那么，可比的税后已用有形资金收益率就是36%。这是一个非常好的收益率，而且，这显然是IBM有能力以股息和股份回购的方式，向股东返还资金的基础。就财务数据来说，潜在投资者会发现IBM是一家利润丰厚和现金流充沛的企业，它唯一的不足就是收入的增长太过于温和。基于上文的初始分析，有理由相信这里的部分原因是这家公司的业务正处在结构转型阶段。当然，你可能总是乐见利润表最上端科目也能有强劲的增长，最好是像美国运通或是像北伯灵顿公司的情形。

除了基础性的业务活动和财务数据，潜在投资者无疑还会考虑IBM的现行管理团队。彭明盛就任董事长、总裁和首席执行官，所以，显然他就是负责人。彭明盛的专业背景满满的都是IBM的烙印；在1973年，他加入蓝色巨人时是做销售的，随后一路做到首席运营官的岗位。他在这个岗位上一直做到2002年3月被委任为首席执行官为止。他接替的是闻名遐迩且备受尊崇的郭士纳。郭士纳被赞誉为拯救IBM于20世纪90年代破产边缘的人——彼时，竞争对手已经蚕食了IBM的个人电脑业务。在科技泡沫崩盘后，彭明盛接管了企业。在后郭士纳时代，他以引导IBM新的转型创新的领导者而闻名。迄今为止，彭明盛的关键贡献包括引领IBM构建了更多元化的咨询能力（包括2002年购买普华永道的咨询业务）和支撑增长的相关领域，如数据分析和云计算。他还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

做出了那个有争议的决策：在2005年，把IBM的个人电脑业务出售给了联想公司。就像财务数据显示的，彭明盛之所以如此行为，是因为他的关注点是业务的盈利能力。基于这些事实、IBM在其任内的财务业绩以及他为IBM表述的非常具体的前景和目标，潜在投资人多半会觉得，他作为一位高级经理人，不仅有能力，而且这种能力也被实践所证。他履行了自己的诺言！

在转到IBM估值以及面对投资IBM前景的潜在投资者会有什么结论之前，我想涉猎一下另外两个与分析IBM相关的问题。首先，IBM显然是一家收购机器。2000～2010年（就像在这份年报提及的），IBM收购了116家公司。此期的收购净成本是270亿美元，或大约是IBM此期创造的现金流的1/5。在这些收购的过程中，彭明盛把重点放在了收购能够嵌入IBM分销网络的服务能力或软件平台上。这是IBM增长的主要源泉，看起来也为企业创造了相当的价值。作为IBM的潜在投资人，我是积极看待这些兼并收购的：把IBM看作一个平台，能快速地集成所购之物，把补强型的收购不断地植入自己的分销网络。

其次，IBM有着巨额的养老金义务。在它的资产负债表里，2010年度报告的养老金净赤字就有130亿美元。这份年报相关注释部分展示了这些负债的完整金额。IBM既有按美国定义的、也有按国际定义的员工福利计划，所有估算的相关负债的总金额为990亿美元。针对这个金额，IBM也有公允价值为860亿美元的计划资产。这是一笔巨资，也是一个潜在风险！考虑到其他多数有养老金赤字公司的相关情况，这需要有不菲的现金流做基础，并在相当长的时间里来弥补这个缺口。就像你在现金流量表看到的，在包括2010年在内的前3年里，IBM为了弥补这个缺口，每年支付了近20亿美元。这是实实在在的真金白银的支出，相关的资金无法再用于股份回购或发放股息或投到公司里去。它也占据了IBM一年税后所创现金流的近15%。除了即刻的负面影响，这笔巨额的预估负债总值意味着，这里隐含着保险精算变化所带来的风险。具体地说，990亿美元的总负债仅仅是建立在对参与者寿命、贴现率、工资涨幅等所做的假设之上的预估金额。因此，对于IBM未来具体所欠金额的多少，这些假设的细小变化都会带来货币绝对值的较大改变。例如，2009～2010年，在评估按美国定义的养老金计划的总负债时，IBM把它的贴现率假设从5.6%改为5%。仅这一项变化的精算结果，就为IBM新增了15亿美元的负债。只需快速浏览一下，就能发现，IBM的假设似乎并非谨慎保守；作为潜在投资者，这个问题会是我心中一个挥之不去的长期风险隐患。除此之外，IBM看起来像是一家经济属性很好的企业，业绩表现不错，业务品质一流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现在，让我们转向投资估值。就像早先提到过的，巴菲特是在2011年上半年购买的IBM股份。依据伯克希尔那年给股东的信函所示，巴菲特支付的均价是每股169.87美元。[2] 总的来看，与这相关的股份数量占据了IBM流通股的5.5%。这里需要注意的是，鉴于IBM庞大的股份规模，巴菲特购买这只股票时，多少有点像其他投资者一样，即巴菲特在购买IBM普通股时，与一位大众投资者无异。依据他在CNBC“财经论坛”的访谈所言，从个人的关系来看，巴菲特和彭明盛并不熟。所以，在这项投资里，巴菲特更像一位普通投资者那样看待这家公司。

对于这次购买行为而言，传统的估值倍数如表20-4和表20-5所示。

表20-4　企业价值的计算

股票价格（美元）	169.87
流通股数量①（百万）	1 228
市价总值（10亿美元）	208.6
净金融负债和养老金赤字②（10亿美元）	29.8
企业价值（10亿美元）	238.4

①基于IBM2010年年报第16页上所呈的2010年12月31日的流通股信息。

②包括117亿美元的现金和可转让证券，286亿美元的短期和长期负债，以及129亿美元养老金赤字净值。

表　20-5

	2010（实际）	2009（实际）
每股利润（稀释)(美元)	11.52	10.01
市盈率	14.7	17.0
息税前利润（10亿美元）	20.1	18.5
企业价值/息税前利润	11.9	12.9
基于市价总值的自由现金流收益率①（%）	7.8	7.2

①我用的是IBM报告的163亿美元的自由现金流，这和我计算的自由现金流大致相同（基于税后现金利润减预估的维护性资本支出）。2009年年报报告的自由现金流是151亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

鉴于IBM看起来像是一家品质优秀的企业（过往优异的财务业绩和成熟的管理层），所以这个估值看起来虽不便宜，但还算合理。就利润倍数（11.9倍的企业价值/息税前利润和14.7倍的市盈率）来看，如果IBM还是沿着前10年的那种曲线增长的话，那么，它的股票价格肯定没有完全反映其利润增长的价值。同时，还要留意IBM的自由现金流的收益率。这里要留意这样一组因素的组合：IBM所需的维护性资本支出少于类似企业的折旧和摊销（部分是由于所用硬件数量少于从前），以及低于正常的税率（部分是由于海外业务和原来的税收亏损结转）。这些意味着IBM有一个异常高的利润现金转换率。根据我的分析，自2003年以来的每一年，IBM源自息税前利润的现金利润转化率都超过了80%。几乎8%的现金利润收益率是一种十分健康的业绩表现。考虑到管理层已经承诺，要把这个现金流的大部分，用作股份回购和股息发放，那么，这就特别有吸引力了。总的来说，作为IBM的潜在投资人，我会发现这项投资十分诱人。虽然我一直担心无法完全理解它业务的复杂性及其养老金计划所暗含的问题，但我还是特别喜欢它扎实的财务业绩、成熟的管理团队以及合理的估值。

巴菲特的视角

在数次访谈中，巴菲特谈到了他对IBM的投资，包括2011年11月那次在CNBC“财经论坛”的著名访谈——他在此首次公布了伯克希尔购买IBM股票的事宜。同时，在那年的年报里，伯克希尔也提及了这次对IBM的投资。在那份年报里，巴菲特把IBM称为一家非凡的企业，是他投资生涯的四大投资之一（其他3个是可口可乐、美国运通和富国银行）。巴菲特还特别评价道，在IBM转型的过程中，首席执行官郭士纳和彭明盛做得非常出色，并说他们的经营和财务管理成就的确非凡靓丽。在此，巴菲特进一步详述了IBM在若干年间，通过股份回购所体现出的资金配置的精明做法。他借此评述道，如果该公司的股价萎靡不振，他都不会介意，因为此时IBM会以相同的价格累积更多的股份，反而使每个现有股东的股份权重得以增加。

在那次“财经论坛”上，巴菲特说道，在他开始购买股份之前，他特别留意了彭明盛向股东承诺的那些非常明确的目标，即IBM在来年将会在财务上达成的成果。令人难忘的是，彭明盛果真实现了他设定的目标。巴菲特还提到，他和伯克希尔下属的几家IT机构谈过IBM。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从这些交谈中得到的结论是：IBM的确起到了重要的作用，而且这些关系都具有相当的“黏性”。

（IBM是）一家能够帮助IT部门把事情做得更好的公司……对于一家大公司，换审计师事务所、换律师事务所，都是一件大事。这些大公司的IT部门……与供应商的关系密不可分……有很强的持续性。

——巴菲特，在CNBC“财经论坛”的访谈，2011年11月14日

显然，巴菲特对IBM充满着热情。他说，这家公司对股东有着一种敬意，这是在大公司群里很难找到的一种素质。在这次访谈的结尾，当被问及IBM是一家高科技企业且其股价还处在历史高点，他为何还是要购买时，巴菲特回答道：他考虑所有类型的公司，包括技术类公司，只是之前他尚未找到一家他认为自己能看得懂的公司。当被问及以历史最高价位购买IBM股票的感觉如何时，巴菲特说，他绝对不担心这只股票的价格问题。他曾经以历史最高价位购买了政府雇员保险公司（GEICO）的控股权，对北伯灵顿公司的收购也是如此。

考虑到所有的这些情况，IBM看起来是一个很独特的投资案例，潜在投资者的所见与巴菲特类似：优异的财务、出色的管理[3]、漂亮的现金流和以股息及股份回购形式表现的精明的资本配置。巴菲特在与伯克希尔下属公司的IT部门的交谈中，获得了额外的有益信息，使他进一步确信了自己对IBM这家企业的正面评价。但总体而言，他的决策是建立在前面所述的综合标准之上的。为此，他乐意为投资IBM支付一个公允的估值。

IBM的相关财务数据请参见表20-6～表20-8。

表20-6　利润表（2010年）（年度截止日为12月31日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：百万美元，除了每股数据外）

	2010	2009	2008
收入			
服务	56.868	55.128	58.892
销售	40.736	38.300	42.156
融资	2.267	2.331	2.582
收入总计	99.870	95.758	103.630
成本			
服务	38.383	37.146	40.937
销售	14.374	13.606	15.776
融资	1.100	1.220	1.256
成本总计	53.857	51.973	57.969
毛利			
支出和其他收益			
销售与管理费用	21.837	20.952	23.386
研究、开发和工程	6.026	5.820	6.337
知识产权和自定义开发收益	−1.154	−1.177	−1.153
其他支出 / 收益	−787	−251	−298
利息支出	368	402	673
支出和其他收益总计	26.291	25.647	28.945
未计所得税利润	19.723	18.138	16.715
所得税计提	4.890	4.713	4.381
净利润	14.833	13.425	12.334
普通股每股利润			
假定的稀释股	11.52	10.01	8.89
基本股	11.69	10.12	9.02
流通普通股的加权平均数			
假定的稀释股	1 287 355 388	1 341 352 754	1 387 797 198
基本股	1 268 789 202	1 327 157 410	1 369 367 069

资料来源：IBM，2010Annual Report，62.

表20-7　资产负债表（2010年）（年度截止日为12月31日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：百万美元）

	2010	2009
资产		
流动资产		
现金和现金等价物	10.661	12.183
可转让证券	990	1.791
应收（交易）票据和账款（扣除 3.24 亿美元和 2.17 亿美元的呆账拨备）	10.834	10.736
应收短期融资（扣除 3.42 亿美元和 4.38 亿美元的呆账拨备）	16.257	14.914
其他应收账款（扣除 0.10 亿美元和 0.15 亿美元的呆账拨备）	1.134	1.143
库存	2.450	2.494
递延税款	1.564	1.730
预付支出和其他流动资产	4.226	3.946
流动资产总计	48.116	48.935
厂房、租赁的机器和其他财产	40.289	39.596
减：累积折旧	26.193	25.431
厂房、租赁机器和其他财产（净额）	14.096	14.165
长期应收融资（扣除 0.58 亿美元和 0.97 亿美元的呆账拨备）	10.548	10.644
预付养老金资产	3.068	3.001
递延税款	3.220	4.195
商誉	25.136	20.190
无形资产（净额）	3.488	2.513
投资和杂项资产	5.778	5.379
资产总计	113.452	109.022
负债和权益		
流动负债		
税款	4.216	3.826
短期负债	6.778	4.168
应付账款	7.804	7.436
薪酬与福利	5.028	4.505
递延收益	11.580	10.845
其他应计费用和负债	5.156	5.223
流动负债总计	40.562	36.002
长期负债	21.846	21.932
退休和非养老金型退休后福利负债	15.978	15.953
递延收益	3.666	3.562
其他负债	8.226	8.819
负债总计	90.279	86.267
股东权益		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

	2010	2009
普通股，每股20美元面值和实缴的追加资本①	45.418	41.810
留存收益	92.532	80.900
库藏股票，成本（股份：2010年，933 806 510；2009年，821 679 245）	−96.161	−81.243
累积的其他综合收益/亏损	−18.743	−18.830
股东权益总计	23.046	22.637
非控股权益	126	118
权益总计	23.172	22.755
负债和股东权益总额	113.452	109.022

①已授权股份：4687500000；已发行股份：2010年，2161800054；2009年，2127016668。

资料来源：IBM，2010Annual Report，63.

表20-8　现金流量表（2008～2010年）（年度截止日为12月31日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：百万美元）

	2010	2009	2008
经营性现金流			
净利润	14.833	13.425	12.334
把净利润调节为净现金流的调整项（经营活动所致）			
折旧	3.657	3.773	4.140
无形资产摊销	1.174	1.221	1.310
股票奖励	629	558	659
递延税款	1.294	1.773	1.900
出售资产的所得 / 亏损和其他净值	−801	−395	−338
经营资产和负债变动额，扣除了收购 / 分拆部分：			
应收账款（包括融资应收账款）	−489	2.131	274
与退休相关的资产	−1.963	−2.465	−1.773
存货	92	263	−102
其他资产 / 其他负债	949	319	1.268
应付账款	174	170	−860
经营性现金流净额	19.549	20.773	18.812
投资性现金流			
厂房、租赁机器和其他财产支出款项	−4.185	−3.447	−4.171
处理厂房、租赁机器和其他财产进项	770	330	350
软件投资	−569	−630	−716
购买可转让证券和其他投资	−6.129	−5.604	−4.590
处理可转让证券和其他投资的款项	7.877	3.599	6.100
非经营性的应收融资（净额）	−405	−184	−16

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

	2010	2009	2008
业务拆分，扣除转出的现金	55	400	71
业务拆分，扣除收购的现金	−5.922	−1.194	−6.313
投资性现金流净额	−8.507	−6.729	−9.285
融资性现金流			
新负债进项	8.055	6.683	13.829
偿付债务的款项	−6.522	−13.495	−10.248
低于 90 天的还款 / 借款	817	−651	−6.025
普通股回购	−15.375	−7.429	−10.578
普通股交易，其他	3.774	3.052	3.774
已付现金股息	−3.177	−2.860	−2.585
融资性现金流净额	−12.429	−14.700	−11.834
汇率变动对现金和现金等价物的影响	−135	98	58
现金和现金等价物的净变动额	−1.522	−558	−2.250
1 月 1 日的现金和现金等价物	12.183	12.741	14.991
12 月 31 日的现金和现金等价物	10.661	12.183	12.741
补充数据			
已付所得税——扣除返还部分	3.238	1.567	2.111
已付债务利息	951	1.240	1.460
资本租赁义务	30	15	41

资料来源：IBM，2010Annual Report，64.

[1] Sarah Frier, “IBM Granted Most U.S. Patents for 20th Straight Year,” January 10, 2013, www.bloomberg.com/news.
[2] 就像伯克希尔－哈撒韦在2011年年报里所示，63905931份IBM股票的收购成本是108.56亿美元。
[3] 多说一句，巴菲特宣布这个消息时，IBM的高管正在经历管理层的更迭，彭明盛即将退休，罗睿兰即将上任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四部分　经验总结

第21章　巴菲特投资策略的演进

如同我回顾的那些著名案例所折射的，巴菲特的长期投资生涯，并没有定义在某一种投资形式或投资策略上。从1957年开始的最初投资合伙制到今天，他的投资方式显然是在不断演化精进。回溯那些具有不同投资特征的历程，能够帮助人们更好地理解这个演进内涵。

巴菲特早期所投公司的最大特点是：与它们所持资产的价值相比，它们的交易价格难以置信得低，如桑伯恩地图公司、登普斯特公司或伯克希尔－哈撒韦公司。但这并不总意味着支付了一个很低的市盈率（比如，大约5倍）。的确，在巴菲特投资时，桑伯恩地图公司和登普斯特公司的盈利很少，因而，会有一个很高的市盈率倍数。巴菲特并没有只是评估市盈率，他显然是在寻找市价总值明显低于所持资产可实现价值的公司。例如，桑伯恩地图公司所持的投资组合价值，要高于巴菲特为整个公司所支付的价格；就登普斯特公司来说，巴菲特知道它的存货是可以出售的；在伯克希尔－哈撒韦这个案例里，则有一组现金和可实现的经营资金。

除了便宜的投资，从其职业生涯的早期起，巴菲特就开始关注他所投公司的基本业务。他的兴趣不仅仅在于按照流动资产净值法选择标的，还关注那些具有正数利润和相关业务具有发展前景的企业。例如，桑伯恩地图公司就是因为市场的技术变化，而处在结构性衰退许多年的企业，但它是一家利润仍然为正数的企业，并且在投资的前几年已经稳定了下来。这意味着巴菲特不必担心企业会在无利润的情况下经营，逐渐消耗掉所有的现金。此外，巴菲特还能甄别出企业的经营是否正处在改善之中，或他能否成为这种积极发展的催化剂。

巴菲特投资策略的另一个重要方面是，即便是在合伙制年代的早期，他都很关注企业的管理团队。虽然他评估这种团队的标准与时俱进，但在他最早期的投资项目里（如，登普斯特公司和伯克希尔－哈撒韦公司），他就在挑选一流的经营经理人方面，付出了很大的精力。在他早期的投资里，巴菲特也不仅仅只有一技之长，只是一心寻找便宜的公司。就像得州石油的投资所示，巴菲特还投了兼并套利的项目（体现在固定收益产品里），而且，他对风险的详细分析和理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

解，显示了他对这种投资的熟稔。他还涉足控股权投资，积极为企业带来所需的变化。例如，在登普斯特公司和伯克希尔－哈撒韦公司，他控股这些企业之后，在影响企业的经营方面起到了关键的作用。

这里概括一下巴菲特早期的投资策略：他最关注的是找到市价总值低于其所持资产可实现价值的公司，但他还是熟悉其他类别的投资，并追寻看起来很有吸引力的那些企业。后来，他对投资的一些思考的真正基础似乎是他从企业所有者的角度对每一个投资案例（许多都是具备有形资产的较小的企业）认真审视的结果。他会评估相关企业的关键人物和核心资产，并会评价他们（和它们）对企业未来发展的可能影响。从伊始，他的策略就是要较多地介入，而不仅仅是格雷厄姆风格：仅仅按照流动资产净值法计算目标公司的价值。

及至职业生涯的中期（1968～1990年），巴菲特似乎把更多的权重放在了企业的品质上。他把焦点从企业的资产价值转到评估企业可持续的盈利能力。看看巴菲特这个时期的投资项目（无论是对喜诗糖果的私募投资，还是政府雇员保险公司那种扭亏为盈的情况或是可口可乐的那种品牌授权经营），这里关键的投资理由都是这些标的蕴含极具吸引力的长期盈利能力。当这类机会出现的时候，巴菲特总是会以较高的估值购买一流的公司，乐意支付更高的市盈率（如，在几个实例里的市盈率都是15倍）——这可不是多数价值投资者所考虑的投资项目。

在评估企业的品质方面，巴菲特的品质定义既包括定量的内容，也涵盖定性的内涵。在定量方面，他逐渐注重具有下述数据特征的企业：持续的增长；已用有形资金的高收益率。巴菲特的核心标准是，在可理解的结构性因素的驱动下，十分稳定的5%的增长幅度。他并没有只是盯在极高的增长速度或极端有吸引力的估值上。无疑，这就是对那几个具有品牌产品的公司投资的决策依据。当巴菲特于1987年投资可口可乐时，不断增长的全球消费帮助该公司在前10年的9年中，取得了收入和经营利润的增长。类似地，他于1976年收购的喜诗糖果公司也是如此——他公布的该公司的财务数据显示，该公司不断增长的店内收入使它获得了持续5年的收入增长和5年中4年的利润增长。即便是在巴菲特以便宜价格（相对于利润）购买公司时，往往还是能看到这种持续的增长。例如，在巴菲特收购后的时期里，《华盛顿邮报》的收入是10年中有10年的增长，经营利润是10年有8年的增长。在他投资生涯中期的几乎所有这些案例里，巴菲特投资的那些公司都能持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地创造税后高于20%的已用有形资金收益率。投资于可持续增长且已用有形资金收益率高的公司，意味着巴菲特着实是投了一些复利生成器——一些有长期持续增长记录的可靠企业。

和他的企业定量评估的演化一样，巴菲特逐渐把更多的决策权重放在自己的这样一种能力上：理解企业经营的定性要素。随着他对美国运通和随后的政府雇员保险公司的投资，他投资组合中一个较大部分的决策，就是基于一些关键性的洞见，而且是他人和市场还无法看到的内生要素。在美国运通这个案例里，他知道“色拉油丑闻”不会对公司的盈利能力产生长远影响，而且，他意识到该企业的其他部分（如，新的信用卡部门）将会在未来大幅推动公司的增长。至于政府雇员保险公司，他认识到，该企业在保险业上有着与生俱来的竞争优势，扭亏为盈的可能性很大。

《布法罗晚报》是巴菲特受定性洞见驱动而出手的另一项投资。巴菲特购买这家企业并非主要是基于它过往的利润（这会使得这项估值显得太过分），而是基于他对这个企业最终会怎样的深层理解：一个利润率更高和回报率更高、收入的黏性很强，而且有相当定价权的企业。他谙熟这些，部分是因为他在媒体的经历、其精神导师凯瑟琳·格雷厄姆在《华盛顿邮报》和汤姆·墨菲在大都会广播公司的经历。在短短的几年时间里，这项投资印证了巴菲特对自己定性洞察力的信任感，因为在他收购之后的几年间，这家公司的利润翻了10倍多！

最后，在他投资生涯的中期，巴菲特不仅把自己的焦点转到了品质更好的企业，而且，他还不断回头光顾几个相关的业务领域，累积起越来越多的专业知识（尤其是保险、媒体和零售品牌）。虽然他还投了其他行业的公司，但在这几个具体的领域，巴菲特对相关的业务结构有着很强的理解力。例如，通过审视损失、费用和综合费率来评估保险公司的承保业务以及评估管理团队所涉的相关风险类型，巴菲特磨砺出了一种非常敏锐的眼光。就这个领域的投资，就有关如何确定保险公司管理浮动资金的能力，巴菲特都有非常清晰的视角。

在这些行业里，巴菲特的专业知识并不局限于那些相关的概念，他还构建了一个人脉网——都是一些足智多谋之人，包括许多CEO。例如，在媒体行业，在帮助他发现和评估投资机会上，与像凯瑟琳·格雷厄姆和斯坦·利普西的这种亲密关系，肯定使巴菲特受益良多。在他的投资决策中，对管理层的信任始终起着核心的关键作用，但在他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资生涯的中期阶段，他不仅开始关注管理层的可信任性和经营能力，而且也很在意他们理智配置大额资金的能力。像在某些案例上（如与凯瑟琳·格雷厄姆在《华盛顿邮报》项目上的合作），就如何谨慎小心地进行收购和资本支出，巴菲特就给出一些指导性的意见。

在巴菲特职业生涯的晚期（自1990年以来），他的挑战变成了要为伯克希尔－哈撒韦投出不断增长的资金规模。此时他的投资策略上一个明显的相关变化是：投资重心更多地放在了大公司身上。但就投资风格而言，巴菲特似乎仍然维持着他在中期所形成的、以定性要素为决策依据的策略。不知道是否是因为没有准确地预期到富国银行面临的抵押贷款危机或是像他自己承认的那样没能理解美国航空所面临的竞争态势，巴菲特后来主要关注自己的这种能力：在基本面的认知上，比其他投资者更胜一筹。为此，他会再次光顾（他在十几年前就成为专家的）相同行业——有时，甚至是相同公司。

这里可以用通用再保险公司的收购做例解。巴菲特在投资它之前，伯克希尔本身就有了规模不小的保险业务，而且已经拥有了像政府雇员保险公司等一些保险公司了。此外，巴菲特还认识通用再保险公司的所有者。这种丰富的经历和资源使得他对这个企业的理解要胜过大多数分析师。即便是面对通用再保险公司的管理层，他的相关知识仍然显得熠熠生辉。就像这个故事所说，当巴菲特首次面见这个管理团队、讨论收购该公司的相关事宜时，他说道：“我会完全放手。由你们这些人经营自己的企业。我不会干涉。”但当他随后开始谈论政府雇员保险公司的情况并引用一些数据时，整个团队都惊愕不已！当时的首席承保官泰德·蒙特罗斯惊叹道（只用了几个字）：“天啦！这叫完全放手！”[1]由此看来，巴菲特总是坚持在他的能力圈里发力，他在这些领域的能力总是令人难忘，而且往往会超出他承认的范畴。

总体来看，虽然巴菲特始终遵循着同样的投资哲学，并继续在他大量的专业知识中添加某些行业的新料，但巨量的资金迫使他不断演进他的投资策略。首先，巴菲特要投的公司不仅要非常大和更加成熟，而且它们还要有理智配置大额资金的表现。巴菲特有些近期投资（像中美能源和北伯灵顿）就是这种新方式的诠释。

就像本书前面所述，中美能源公司在美国和全球范围建设和运营几十座发电厂。相关的基础设施需要数十亿美元来建设和维护。当巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

菲特在1998年投资这家企业时，中美能源公司的账面上有42亿美元的财产厂房和设备，占其该年收入的166%。由于该企业巨额的资本需求，它的税后收益率虽然相对稳定，但比较一般（通常是在单位数的高位或双位数的低位）。对巴菲特而言，这里的价值显然是他能够有序地部署大量的资金，并获得一个合理的收益率。巴菲特在此所用的独特架构（涉及几种不同的股份类别并使某些收益多少得到了保障），使这种价值被进一步地放大。

类似地，在像北伯灵顿这种铁路企业的案例里，对资金的需求量也是巨大的。由于铺设和维护铁路之故，该公司面临着下述项目的持续资金需求：机车，货运车厢以及院场、车站和调度中心等辅助设施。虽然铁路资金的边际收益率要高于已用总资金收益率，但这仍然是一家几年之内就需要数十亿美元投资的企业。与中美能源公司一样，巴菲特为伯灵顿铁路所付价格的市盈率也在15倍以上，与其早期的一些廉价投资相比不可同日而语。相反，就这两个企业（伯克希尔很快就持有了它们百分之百股权）来说，这种投资案例的要点是：需要大量的投资，且产生了合理的收益。

巴菲特部署巨额资金的进一步证据是，把这些投资构架为具有固定收益特征的优先股或可转换证券。相关的例子有美国航空的投资（本书的案例之一），以及高盛、通用电气、美洲银行和汉堡王（本书都没有涉及）。在后来的那些年份，巴菲特为了布局这些巨额的资金，也乐意接受稍低一点的收益率了。

总而言之，我的研究所发现的最令人惊异的是：巴菲特的投资没有仅限于便宜的股票或资金收益率高的企业，也不局限于某个特定的方面（如，增长）或深厚的价值。实际上，巴菲特的投资生涯处在持续的演进之中——究其原因，部分是受市场机会的驱动，部分是由于巴菲特自身的精进，部分则是由于他所管资产的资源属性和局限性。与此同时，有些投资标准则贯穿于其整个投资生涯，诸如诚信和称职的管理团队。其他方面，像持续的增长、公司创造复利的能力或公司对巨额资金的需求，则是随着时间的推移而演化精进的结果。这种演化精进使巴菲特从成功地管理一家私募投资合伙企业，转型到成功运作一家全球最大的投资机构之一！

[1] Alice Schroeder, The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life (New York: Bantam, 2008),673.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第22章　我们能从巴菲特身上学到什么

在过往的这些年间，巴菲特几乎论述过所有相关的投资话题——或是通过他给股东的信函，或是在访谈或文章里。从这些论述中，你可以总结编辑出一张投资忠告清单，内容从如何看待风险和回报，到如何考虑组合账户的配置问题。由于本书的关注点是聚焦投资分析师在考虑巴菲特所投标的时之所见，所以，我就把我的学习要点和经验总结指向那些有利于成为更好投资者的关键问题。这些经验总结代表了我分析巴菲特20个主要投资案例（本书所呈）时的全心解读，包括我发现的一组非常有深度的看法，以及一些非常基础但值得复述的条理——虽然它们对深谙价值投资内涵的投资人并非什么新料。同样地，这份清单本质上（或至少部分）是主观的。所以，我鼓励读者能够根据所呈证据形成自己的观点，总结出更多的投资智慧。

A.信息的质量

多数以巴菲特为榜样的价值投资者都知道，他相信做基础调研的重要性，而且，一旦做完这种调研，他就会以一种聚焦的方式进行投资。按照巴菲特的说法，投资之路就像是一张只有20个孔所用的穿孔卡片，每个孔位都代表着一位投资者一生中的一次投资。不过在此，有两点关键问题并没有被大众充分理解：好的调研对巴菲特意味着什么；相比于投资的多元化，为何巴菲特更钟情聚焦于几个行业。

在我分析巴菲特的上述投资案例时，有一个促使其成功的重要因素，会频频突兀地出现在我的脑海：他所掌握的所投公司的信息质量。以北伯灵顿公司为例。在巴菲特准备投资该公司时，他所掌握的信息（我敢说任何一位尽心尽力的分析师都能获得）质量非常高。在可以公开得到的北伯灵顿年报里，不仅包括了该公司详尽的财务信息，而且还有与铁路业务相关度很大的经营指标。除了其他信息，这里还包括吨英里运输收入、每千吨货运收入以及客户满意度分值。在过往的好几年间，这些指标都持续地出现于该公司的报表之中，所以，如果潜在投资者想真切地了解这家企业的逐年业绩表现，都能找到所需的客观数据。而且，更重要的是，这份年报（由长期担任首席执行官和董事长的马修·罗斯所写）清晰地阐述了该公司业务的主要方面及其关键的驱动要素。例如，他详述了消费品业务构成的90%是国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内和国际商品运输（它的量取决于国际贸易的货运量）和10%的汽车产品分销（它的量取决于地区轿车行业的成功程度）。他继续细述了该企业长期的资本需求，并说明为何这些产品类别通过铁路运输的效率要好于其他的替代方式（主要的卡车运输）。像这样可资利用的可验证的客观数据，足以支持一项健康投资所需的深刻见解。在这个案例里，巴菲特的深刻见解是：在这类铁路企业里，未来的资本密度会随着网络密度的走高而下降，意味着已用资金边际收益率会持续得到改善，而且随着不断提升的铁路运输效率，在未来几十年所有产品的运输份额中，铁路的份额可能会继续提升。

在一次又一次的各种不同的投资案例里，巴菲特揭示的那个亘古不变的内涵是：对处在质疑中的公司，会有很多相关的客观数据，供人们研究判断。就美国运通来说，巴菲特掌握了不少的信息，支持他对下述业务内涵的定见：信用卡和旅行支票具有巨大长期的发展潜力；“色拉油骗局”只会为公司带来地域性和短期性的损害。类似地，就可口可乐来说，有客观的数据使巴菲特确信：国际扩张和不同国家不断增长的消费（每年8盎司的饮用量）会促使该公司业务的持续增长。所以，虽然巴菲特会极力获取相关企业所有方面的信息（这的确不假），但他特别关注的却是有客观扎实数据支撑的关键信息。

实际上，这类信息不总是来自企业的年度报告，还会来自相关行业的数据。美国铁路协会每月会发布美国主要铁路公司详细的经营数据（诸如，运营比率和故障次数等）。这不仅给投资者提供了一家铁路公司逐月和逐年的运营表现如何的指标尺度，而且还能使投资人知道如何把研究的标的企业与其他铁路公司进行比较。类似地，在《布法罗晚报》的案例里，也可以在行业层面获得这份区域报纸的发行量和广告数据。巴菲特倾向于依靠行业信息源，因为这里所得数据的客观性比较高。这些都进一步支持了我们想要印证的投资智慧，即就成功的投资而言，高品质的信息至关重要。若没有高品质的信息支持你的定性见识，那么，最好的选择就是不要投相关的标的。

这种结果可能就是巴菲特所常用的策略：一次又一次地回头光顾某些行业。我的看法是：巴菲特越来越集中于几个精选行业的投资，是因为这能帮助他最大限度地加深理解这些关键信息的内含价值，并能更有效地反复利用这种知识。例如，知道《华盛顿邮报》详细的订阅数量、流失率和经营利润率，无疑会有助于评估《布法罗晚报》的投资项目。总之，看起来，巴菲特反复投资的那些行业（媒体、保险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和品牌产品）都是有着丰富客观行业信息的行业。借助于大量的客观信息，巴菲特能够自信地进行那些他集中投资方式的巨额投资。

B. 利润增长的持续性

以巴菲特为榜样的多数投资者，都把自己定义为做“高品质”企业投资的类型——这里高品质代表具有经久不衰品牌的公司（像可口可乐或美国运通）或那种资金收益率高的“复利生成器”类的企业。虽然这两种标准都是巴菲特考虑的部分，但我想强调和我确信的是：这里更加重要的是经营业绩（特别是收入和利润）的可持续性。

为了更好地理解这个问题，让我来做一些相关的解释。多数价值投资者都在寻找具有“护城河”（可持续的竞争优势）的企业。对许多人来说，这意味着花时间去积极寻找网络效应、转移成本、规模效益和其他类似的优势表征。相关的定量内涵应该是当期详尽的利润和收益率分析。这里首选的指标（大致也是巴菲特关注的）应该是考虑了维持费（维持性资本的支出）后的现金利润。价值投资者关注的另一个定量指标是已用有形资金收益率（定义为上述利润除以已用资金总额或某种形式的已用边际资本）。虽然所有这些要素都有一定的相关性并值得仔细推敲，但从巴菲特投资案例分析所闪烁出来的智慧精华是：应该能够对标的公司的未来前景做出可靠的预测——而所有上述的一切都应该居于这个目标之下。

本书所述投资案例所涉的多数公司，都是在巴菲特投资之前的那些年份里，有着极为稳定的收入和利润增长。在这些公司里，许多都在过去的10年里有9年获得了收入或利润的增长——鉴于能做到这一点的企业寥寥无几，所以，这是一个很了不起的业绩！巴菲特十分看重过往持续的财务表现和良好的数据，并利用这些来理解一家企业持续增长（收入或利润）的定性原因以及这种业绩表现能够持续的基础。例如，他对美国运通的定性认知是：更多的国际旅行意味着对美国运通旅行支票的更大需求。对北伯灵顿公司而言，他的定性见解是：铁路货运将会继续从卡车货运中攫取市场份额，而且由于铁路运输燃油效率更高的内在属性，这种现象还会持续下去。但为何寻找持续优异表现的重要性，要高于寻找竞争优势或复利生成器或当期的利润呢？就此，我就来首先谈谈竞争优势问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就我的经验来说，想明白无误地找到竞争优势，是一件不靠谱的事情。有时，你可以清晰地分辨和理解某项实际的竞争优势，但你必须有持续的历史财务表现或某种数据来印证这种优势。否则，一味地寻找竞争优势会误导你去寻找并没有实际意义的护城河。例如，就曾经广为争论的例子黑莓（Black-Berry）来说，它曾经有自己的护城河：订阅模式和它自有的服务器。虽然有些是确有其事，但从财务表现来看，这基本上不管事，因为这家企业的收入在2011～2014年间萎缩了80%以上，而且，其利润变成了负值！[1] 所以，以数字和客观数据为依托，寻找相关的扎实证据，是判定一个企业是否具有真正结构优势的一个更靠谱的方式——不能仅仅依赖理论的方法。

当谈到复利生成器和当期利润（许多投资人会花过长的时间极尽能事地进行精确计算）时，我的看法就更加直接明了：确定当期利润很重要，它让投资者大致知晓企业的价值几何；了解企业的资金收益率也一样重要——如果企业资金收益率不能明显高于资金成本，那么，它就无法从事具有复利效益的经营。然而，一家企业的真正价值是其未来利润的某种合计值。一位投资者计算的当期利润值是否为精确的80美元或82美元或79美元，都无伤大雅；企业未来5年的利润是700美元或15美元或3000美元，则攸关决策！类似地，虽然较高的资金收益率是创造复利的一个前提条件，但如果一家公司的未来前景不明朗，那么，仅有较高的资金收益率显然不够。例如，具有梦幻般的50%已用资金收益率，但收入和利润增幅为零的企业，（相比于收益率较低但增幅可观的企业来说）它的那种很高的资金收益率没什么益处，因为它无法把收益再投入到企业，使它获得进一步的发展。

因此，我十分确信的一点是：你与其花80%的调研时间去精确地计算企业去年的当期利润几何或精确地计算其资金收益率，还不如花更多时间去寻找利润增长稳定性很好的企业，并找到那些支持为何会如此的高品质数据。千万不要掉入精确而错误的陷阱！

C.让机会驱动你的投资风格

在当今的投资行业，许多投资者把自己的投资策略定义为一种形式，诸如，“价值型”“增长型”或“事件驱动型”。巴菲特超越了这种策略定义；他不仅按照流动资产净值法选择标的，或仅仅投高品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

质的企业或仅仅投优先股。相反，他是把自己的投资策略与市场状况和个人投资计划有机地进行匹配。

我们可以仔细看看巴菲特是如何做的。在他1961年年底的合伙人信函里，巴菲特详述了居于其合伙人投资策略核心的3种投资方式。第一种是“一般类型”：这是相比于其内生价值，被巴菲特认为价值已经大幅低估的证券。这包括大多数人们认定的经典价值投资方式：对与资产价值或利润相比，其价格更便宜的公司，只做长期投资。巴菲特说，这种价值低估的现象何时能够得到矫正，不会有明确的时间表，但从长期来看，他预期这类投资总体上是能够升值的。这种投资的可能结果是：投资者就其支付的价格得到很多额外的价值。巴菲特的经验是：这种股票是与市场相关联的，因此，当市场下降时，它的市值也会下跌；在市场上升时，这种股票就会获利。不过，鉴于它们是被低估的，所以，他预期这类股票会有一个较大的安全边际：当市场下跌时，这些股票的跌幅会小于市场的跌幅。

第二个要论述的类别是“套利型”。这类公司的特征是：它们的财务收益率取决于公司的下述行为：兼并、清算、重组、拆分等。根据巴菲特的说法，这类投资对市场的依赖性要小得多，而且，他预期的是一个在10%～20%的稳定合理的平均收益率。因此，这类投资应该能大幅跑赢一个下跌的市场，但多半无法与一个强劲上升的市场相匹敌。而且，这些投资（不像被低估的那些类型）通常可以在一个可确定的时间内做完（与公司的相关行为基本同步）。

第三种巴菲特所说的投资是这样一种情形：合伙人要么可以直接控制被投公司，要么就是拥有足以对被投公司的运营产生积极影响的股份。虽然这种情形也可能产生于前述两类投资之一，但巴菲特这儿的关注点是对公司施加积极的影响，使它释放被束于下述科目的隐藏价值：资产、运营资金或（在后期投资）经营的改良。他称这类投资为“控股型”。

实际上，他的总体目标是：以组合的方式，运用这3种投资类型，以图从长远角度跑赢市场。他说，他的希望是：在一个大幅下跌的市场中，所受损失要比市场小；在一个快速走强的市场中，能够与这个市场同步获益或只是比这种市场表现略差一点。巴菲特指的是要酝酿系列的投资机会，因为最佳的投资类型要依据市场情形而定，投资者必须能够识别市场变迁的迹象并借此进行调整，以便甄别最有希望的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

机会。[2] 虽然他考虑的投资类型比较灵活，但巴菲特始终坚持他的最低资本收益率标准。当不能以合理的价格购买一流的上市公司时，他就会投更多的兼并套利交易；当这些机会穷尽之后，他就会把眼光投向非上市公司。在1968年，在他无法找到符合其标准的机会时，他宁可向合伙人返还资金，也不愿意降低他的投资标准。如果巴菲特的投资要求是对低估值项目要有50%的安全边际 （相对于其内生价值），那么，在找到满足这种条件的机会之前，他一分钱也不会动。如果某个项目意味着，他对管理团队合理配置资金的能力，必须要有绝对的信任感，那么，他就绝对不会对此让步！

这里所总结的经验是：投资者不应该逆市场强推某种投资风格；相反，他们应该构建适于不同市场环境的不同投资风格的专业知识。在机会出现的时候，能够及时抓住机会；同时，在看不到机会的时候，不要降低投资标准而为之。

D.一切都取决于管理层

虽然经过了这么多年的变迁，但巴菲特投资方式有一点是一如既往：对优秀管理层高度关注。其他著名的价值投资者（沃尔特·斯科罗丝和本杰明·格雷厄姆）通常不太在意评估管理层，但巴菲特会花大量的时间去理解和评估标的公司的管理层。在许多案例中，如国民保险公司的杰克·瑞沃茨、大都会广播公司的汤姆·墨菲甚至是所罗门兄弟的约翰·古弗兰（这里仅提几个），巴菲特在做出自己的投资决策之前，已经认识他们好多年了。而且，当他收购了一家公司后，如果需要的话，他还会拿出相当的时间来监督和支持管理层。巴菲特对这个方面的重视程度远远超出了我认为的一般范式，即便是在把管理层评估作为投资流程一部分的投资者当中，也是如此。

在评估管理层的过程中，巴菲特有一个很明确的标准：一次成功的企业经营经历。以国民保险公司的杰克·瑞沃茨为例。在1940年，瑞沃茨和自己的兄弟阿瑟共同创建了这家企业，而且，还是从零开始的。及至1967年，当巴菲特投资时，他经过了25年的时间，一直成功地经营着这家公司，掌控着风险和增长前景之间的平衡。相同的成功经历显见于巴菲特所投的那些较大上市公司的管理层：美国运通首席执行官霍华德·克拉克和可口可乐的首席执行官郭思达，都是至少已经为公司工作了好多年的成熟经理人。这些经理人的另一个类似之处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是：由他们撰写的详尽而诚实的年度报告，都闪烁着对自己企业的非凡洞见。没有看到经理人过往的成功经历而投一家公司，这对巴菲特是不可思议的例外。一个著名的例子就是对《华盛顿邮报》的投资——当弗里茨·毕比意外去世之后，由凯瑟琳·格雷厄姆接管了这家企业。即便是在这个案例里，巴菲特还是逐渐熟知了掌管着业务运营的三个部门的经理——主管报纸的约翰·普雷斯科特、主管《新闻周刊》的欧斯本·伊利奥特和主管广播的拉瑞·伊斯雷尔。随后，他还对格雷厄姆进行了大量的相关辅导。

巴菲特似乎特别看重老板型的经理人——这种首席执行官要么是企业的老板，要么是全身心地经营企业的经理人。在这个问题上，有些案例表现得非常清楚：国民保险公司的杰克·瑞沃茨和内布拉斯加家具商场的罗斯·布鲁金，都是自己创建企业的老板型经理人。凯瑟琳·格雷厄姆也是，因为她是《华盛顿邮报》创始人的女儿。在其他几个案例里，相关经理人也是某种程度的老板型经理人：要么是通过直接的利润分享协议所激励鼓舞的，要么是基于与巴菲特的个人关系或与其企业的关系，由巴菲特亲手挑选的。这类经理人包括登普斯特的哈利·巴特勒、伯克希尔－哈撒韦的肯·切斯、《布法罗晚报》的斯坦·利普西以及中美能源的沃尔特·斯科特和大卫·索科尔。即便是在大公司明显有职业经理人的情况下，巴菲特所投企业的这些管理者不仅在其公司工作的时间很长，而且晋升通道清晰明了。大都会广播公司的汤姆·墨菲、富国银行的卡尔·莱卡特、通用再保险公司的罗纳尔多·弗格森和北伯灵顿公司的马修·罗斯，这些人在他们各自公司的工作经历都超过了10年，有的甚至超过了25年。巴菲特之所以青睐老板型的经理人，是因为作为企业的长期所有者，他们与巴菲特有着相同的利益诉求。

对于经理人，巴菲特还有几个其他的要求标准。他认为一个经理人应该具有绝对的诚信，否则，他们通过自以为是的方式对投资者造成的伤害，要远比他们愚笨之时来得重。他还看重有能力合理配置资金的经理人，虽然他也乐意教经理人他所信奉的慎重运用资金的方法，但从不一开始就坚持他们应该掌握这种方法。显然，巴菲特把好的管理层作为一流投资最重要的标准之一（或是最重要的标准）。他会花费大量的时间去熟悉、评估和指导这类经理人，寻找已被证实有成功经历且对他们领导的企业热爱至深的诚实的经理人。

最后的深思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

解密巴菲特并非易事。然而，研究巴菲特的行为和策略所得的经验，能给我们带来非凡的洞见。在本书中，我一直设法采用一种特定的方式，探究沃伦·巴菲特投资生涯不同时期关键投资项目的细节。我关注的焦点主要是巴菲特在接触单个投资项目时所扮演的角色，并以第三方的视角来理解，在每种情形下他或任何投资者的所见。在这种语境之下，我还试图展示巴菲特作为一个投资者的长期演变过程。我的希望是：读者既可以从相关投资案例研究的具体证据中学到东西，同时，也能把巴菲特的投资方式演化过程与自己独特的投资经历联系起来。

通常，投资者频繁询问的一个问题是：在多大程度上，一个个体投资者能够复制沃伦·巴菲特的投资。在审视过这20个投资案例（我认为都是他投资生涯最重要的案例）后，我确信，实际上，有些可能适于私人投资者。即便是那些不适应多数投资者的私募股权投资，也仍然是我们可以从中学到很多经验的案例，而且有时还适用于同类上市公司的投资机会。最后，就我从全书案例所能看到的主要局限是：巴菲特每年平均仅能发现几个好的投资机会，而且这还是基于他全职投资工作的结果。但如果你愿意花大量的时间并有耐心，我确信你可以运用许多巴菲特的投资经验，改善自己的投资业绩。

[1] 黑莓（正式称谓是动态研究公司，即RIM）报告的2011年收入是248亿加元，2014年的收入则是46亿加元。
[2] 巴菲特论述了这3种投资机会的相对丰富性，以及他在不同案例中把这些修改机会变为现实的能力。一个例子是他表述于1961年给合伙人的信函（发表日期是1962年1月24日）——在此，他论述了自己能够做更多“控股型”的投资，因为不断增加的可用资金使他能够这样做了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录A　巴菲特有限合伙企业的业绩表现（1957～1968年）

年份	道琼斯指数的整体业绩（1）	合伙制企业的业绩（2）	有限合伙人业绩（3）
1957	−8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	−6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	−7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965	14.2%	47.2%	36.9%
1966	−15.6%	20.4%	16.8%
1967	19.0%	35.9%	28.4%
1968	7.7%	58.8%	45.6%
年度复合收益率	9.1%	31.6%	25.3%

注：1.基于道琼斯指数的年度变化，加上该年度持有道琼斯指数所得的股息。该表包含了所有年份的合伙制企业的行为。

2.1957～1961年业绩包含了所有创始合伙人整年度经营的综合业绩（扣除了所有支出但尚未给合伙人分红或给普通合伙人的收益佣金）。

3.1957～1961年业绩计算的基础是前一栏的业绩扣除了应付普通合伙人的收益佣金（依据当期的合伙制协议），但在有限合伙人每月提款前。

资料来源：Buffett Partnership letter dated January 22, 1969.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录B 伯克希尔－哈撒韦公司的业绩表现（1965～2014年）

年度百分比变化

年份	伯克希尔每股面值	伯克希尔每股市值	标普500（含股息）
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	−3.4	−11.7
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	−8.4
1970	12.0	−4.6	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	−2.5	−14.8
1974	5.5	−48.7	−26.4
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	−7.4
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	−5.0
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	−2.7	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

年份	伯克希尔每股面值	伯克希尔每股市值	标普 500（含股息）
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	−23.1	−3.1
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	−19.9	21.0
2000	6.5	26.6	−9.1
2001	−6.2	6.5	−11.9
2002	10.0	−3.8	−22.1
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	28.7	5.5
2008	−9.6	−31.8	−37.0
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	−4.7	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
年度复合收益率（1965 ~ 2014 年）	19.4%	21.6%	9.9%
总收益率（1964 ~ 2014 年）	751 113%	1 826 163%	11 196%

注：数据均按照日历年计，有两个例外：1965和1966年——它们的年度截止日都是9月30日；1967年是15个月，截止日是12月31日。从1979年开始，会计准则要求保险公司按市场价值计算它们持有的权益类证券，而不是按照成本和市场价值孰低计算（原会计准则要求）。在这份表格里，伯克希尔1978年前的业绩根据变化的准则，已经做了追溯调整。除此之外，所有的业绩计算都是采用最初报表的数字。标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

普500的数字都是税前的，而伯克希尔的数字都是税后的。如果像伯克希尔这样的公司完全拥有标普500指数的业绩，并应计相应的税款的话，那么，在标普500收益为正的年份，其业绩会落后于标普500；在标普500指数为负的年份，其收益会超过标普500指数。这么多年下来，税收负担将导致它的总体收益显著落后。

资料来源：Berkshire Hathaway，2014Annual Report，2，reprinted.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

参考文献

Altucher，James.Trade Like Warren Buffett.Hoboken，NJ：Wiley，2005.

Buek，Michael.“Why Index Funds Beat Active Strategies.”http://www.bankrate.com/finance/financial-literacy/why-index-funds-beat-active-strategies-1.aspx.

Buffett，Warren.Warren Buffett to Shareholders，1997-2015.Berkshire Hathaway Inc.，http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html.

Graham，Benjamin.The Intelligent Investor.New York：HarperCollins，2006.

Greenwald，Bruce C.N.，Judd Kahn，Paul D.Sonkin，and Michael van Biema.Value Investing：From Graham to Buffett and Beyond.Hoboken，NJ：Wiley，2001.

Kilpatrick，Andrew.Of Permanent Value：The Story of Warren Buffett.Mountain Brook，AL：AKPE，2006.

Lowenstein，Roger.Buffett：The Making of an American Capitalist.New York：Random House，2008.

Schroeder，Alice.The Snowball：Warren Buffett and the Business of Life.New York：Bantam，2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net





《巴菲特致股东的信》编者对巴菲特理念的深入解读
价值投资的经典著作

向格雷厄姆学思考 向巴菲特学投资

How to Think Like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett

华章经典·金融投资

Lawrence A. Cunningham

〔美〕劳伦斯 A. 坎宁安 著
阎佳 侯君 译

Lawrence A. Cunningham



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

华章经典·金融投资

向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资

How to Think like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett

[美]坎宁安(Cunningham,L.A.)　著

阎佳　侯君　译

ISBN：978-7-111-32872-8

本书纸版由机械工业出版社于2011年出版。电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方网址：www.hzmedia.com.cn

新浪微博 @华章数媒

微信公众号 华章电子书（微信号：hzebook）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

前言：Q文化

第一部分 两个市场的传说

第1章 市场先生的躁郁症

波动、泡沫和崩盘

异常现象

一大群猴子

第2章 服用百忧解的市场

缘起

简单性

完全竞争市场之梦

相关理论概况

第3章 混乱的市场

新浪潮

又一波新浪潮

复杂性

行为金融学

第4章 波动性的增强

信息波动性

交易波动性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易者的波动性

病状预断

第5章 抓住20%

谁来负责

坚持到底

炼金术

长期

第二部分 给我看看钱在哪儿

第6章 苹果树和经验

愚人与智者

基本常识

第7章 你的能力范围

初始范围

能力范围的培养

全面的能力范围

做决策

第8章 辨识成功

企业燃料

显微镜下的管理者

少花钱多办事

完整的工具箱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第9章 该你做主

资产

收益

灵丹妙药和安全边际

现金

市场循环

第10章 摆弄数字

讽刺作品

财务谜语

小结

第三部分 信任经理人

第11章 放眼世界

两个世界的故事

义务的误读

世界大同

第12章 规则和信任

家族企业管理

局部治理

综合治理

会议上的发言权

第13章 工作中的董事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

向CEO致敬

薪酬

交易

资金

审核

第14章 炉火边的CEO

大师级经理人

行动

初露锋芒

信任

结论：胜利的文化

致谢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前言：Q文化

常识是投资和企业管理的核心环节。然而，吊诡的是，“常识”又是那么难得。举例来说，人们常说某只股票或市场总体水平被“价值低估”了或被“价值高估”了。但这其实是一句空话。不管是单只股票，还是以市场指数形式表现的所有股票的总和，本身都是有内在价值的。这个内在价值，是指该个股或指数未来能产生的所有现金流折成的现值。

估计现金流的大小和现值是非常困难的，但这才是价值的定义所在，不管人们的希望和猜测是多少，它都是一样的。希望和猜测的结果——有时候是分析的产物，但大多数时候都不是——是股票的价格或市场的水平。故此，在涉及个股或市场指数的时候，更准确的说法应该是“定价过高”或“定价过低”，而不是“价值高估”或“价值低估”。

价格会极大地偏离潜在价值，这一看法属于常识，但它与普遍存在的认识有些矛盾。就以纳斯达克主要的市场指数“纳斯达克100”（Nasdaq 100：QQQ)做例子吧。美国证券交易委员会的营销天才们选择3个″Q″来代表它，因为″Q″本身是个很酷、品牌意味很强的字母。然而，“纳斯达克”本身有5个字母可选(N、A、S、D、Q)，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

偏偏选中了代表“报价”(Quotation)的"Q"，不经意中反映出这个创立于1999年年中的典型新经济指数，具有一种受报价所驱使的文化。

在狂热的当代股市当中，股票的报价一直都是人们关注的焦点。因为股票的买家和卖家对报价单背后的企业一点儿概念也没有，可它的价格却明明白白地摆在眼前。着迷于报价，使得人们放弃了分析，只看重周遭的态度；放弃了思考，只听命于本能，是以目光分外短浅。报价是短线炒家每日例行的功课，它塑造出一种赌场式的文化：人在无理性冲动的驱使下，光顾着赶紧行动，却忽视了有质量的思考。用"QQQ"来代表这个股市历史上最具波动性的市场指数，恰如其分。

在Q文化里，常识变成了“常见的荒唐认识”，价格成了万事万物的基础，企业价值靠边站了。Q交易者(Q trader)认为价格就是一切。明智的投资者懂得什么是价值。他首先看重价值，再将价值与价格相比较，看看投资是否有望带来良好的回报。这样的眼光，要求投资者成为企业分析师(business analyst)，而不是市场分析师、证券分析师，自然更不是Q交易者。

本书旨在灌输一套企业分析的心态，用以矫正Q文化。它探讨了各类选股工具，点明了斟酌市场、价格、企业及管理者时要考虑的关键领域。它树立了一座常识的框架，来填补当今市场存在巨大的价值虚空。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本书首先向读者解释，为什么像市场分析师那样操作，依仗市场来透露价值（其实市场只能揭示价格）的做法是错误的。接下来，它列举了思考绩效和价值的工具，同时提醒读者当心：受到扭曲的财务信息会给人造成误导。相应地，它认为理性投资的基本要素是评估企业管理层（尤其是首席执行官和董事们）可信度的常识能力。

企业分析投资法打破了Q文化主流投资思路造就的不少神话（当然，放眼历史，这些神话也并不仅限于Q文化）。举个例子，从企业分析的观点来看，区分所谓的“成长型投资”和“价值型投资”（或“成长型股票”与“价值型股票”）是错误的。诚然，有些企业收入增长势头可能比其他企业更好，但这种增长速度只不过是价值的一个构成要素，故此，上述源自20世纪70年代初、日后愈发成为惯例的区分是不具分析价值的。

另一方面，企业分析法强调了价值与投机（或赌博）的关键区别。所有的投资都有风险，从某种意义上来说，的确可以说有一定的投机成分在内。然而，明智的投资要求合理地确定价值，并将之与价格进行比较。

人们购买自己一无所知的新上市公司或互联网新企业的股票，或是买股票前不先读一下企业年报，不知道要从年报中寻找哪些信息，就是投机和赌博的典型例子。你当然听说过很多赌博成功的故事，但在它们背后，藏着更多失败的故事，只不过你不知道罢了。正如《华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尔街日报》新近说的一句俏皮话：从没听说有哪个连襟会向你吹嘘他在股市里亏了多少钱的。

20世纪眼光最精准的投资思想家兼商学院教师，本杰明·格雷厄姆创造出了一位虚构的“市场先生”，用以强调要把企业分析当成重点，而不是市场分析。资本市场中价格与价值是相背离的，因为市场本身具有狂躁型抑郁症的特点，大多数时候不是过分乐观，就是过分悲观。而流行的看法认为市场能有效又准确地为证券定出价格，可惜这是一种错误认识。

等你知道身为企业分析师该怎么看待问题以后，接下来就是搞清楚到哪里去看。这里的核心要点是确立你的能力范围（circle of competence）。能力范围的概念由20世纪最成功的投资家兼商业教育家沃伦·巴菲特提出。它是根据你对公司产品和经营背景的理解力来定义的。不同的投资者有不同的能力范围。所有的投资者都必须解决以下挑战：利用当前和过去的信息预测企业将来的绩效。

对大多数人来说，对于那些已经成立了很长时间，经历了多轮商业周期循环、面对过经济衰退考验的企业，要做到这一点比较容易。在这类企业中，有不少历史悠久、堪称典范的例子——有着强有力全球化产品和市场地位的老牌公司，比如宝洁、通用电气、可口可乐和迪士尼公司。有些企业能长久健康地发展下去，另一些则会败给竞争者（正如通用电气打败了西屋电气，沃尔玛打败了西尔斯·罗巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

克）。判断谁是赢家谁是输家的能力因人而异，因为每个人在评估这些公司时资质不同。要理解这些类型不同的企业，必须掌握不同的技能。

对那些经营时间并不太长的较新企业，投资者评估其将来绩效的能力也有高下之分。这类企业可称为“优质企业”，它们已经成立了一段时间，但其经营领域，属于一些高速发展的新兴动荡产业，思科、英特尔或微软即属此列。它们的历史较短，对很多人来说也更难于理解。但有些人能够很好地理解它们，也能够对其将来的发展潜力做出明智的判断。

和经典企业一样，优质企业里也同样有百战不倒的战士，有不幸掉了队的弱者。以个人电脑行业为例，1990~1999年间，新创企业戴尔建立了一套超赚钱的电脑直销模式，销售量和利润都涨势惊人，康柏紧随其后，也干得不错，Tandy和苹果落在后面。而同期还有更多蹒跚难行的弱者饱受业务衰退之痛，如AST、Digital、Atari、Tulip、Commodore和Kaypro等。

第三类公司叫“新丁”——企业是全新成立的，甚至从事的产业也是全新的，全无历史背景可跟踪。这些企业走在时代前沿，就类似早前的钢铁产业、汽车产业、稍后的塑料产业，还有世纪之交的互联网产业。此类企业里除了最早采取动作的闯将（比如20世纪90年代互

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

联网行业里的“雅虎”和“美国在线”），其他的根本没有值得一谈的经济经历。

即便如此，仍有一些投资者利用现有工具，对这些新丁的前景做出了明智的预测。2000年，时代-华纳公司和美国在线联姻，前者的高层管理者自信满满地认为自己有这个能力。他们的判断是否成立，尚有待时间检验。但毫无疑问，有些公司只会昙花一现，另一些则能后来居上，跻身优质战士的行列，最终升华成老而弥坚的经典。说到底，每一家公司都是从新丁干起的。

故此，能力范围的核心特点在于它必须根据不同的人量体裁衣。这并不意味着明智的投资者就要避开那些难于理解或飞速变化的企业。恰恰相反，倘若投资者具备相应的能力，下苦功夫去理解别人眼里难于理解的东西，比别人更准确地判断一家企业及其所属行业的发展，显然就具备了决定性的优势。即便如此，每个投资者仍然需要一步一步地搞清楚自己的能力范围是什么，哪些东西不在自己的能力范围之内，如此方能做出明智投资所要求的准确判断。

接下来要弄明白，在能力范围内，你要寻找的是什么。主要的问题在于，你对一家企业长期经济特点的评估准确度有多高。判断“新丁”企业，强烈的自信是必需的，优质企业次之，经典企业最少。但不管是对哪类企业，评估它们的长期业绩特征都至为关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

债务到期时，企业还清债务的可能性有多大？

管理层将这家企业经营得好不好？

企业的价值是多少？

只要对若干关键的财务比率有着基本的熟悉度，就能以足够的自信精确解答上述问题。这些财务比率是与运营资本和负债、库存管理及其他短期资本、权益回报率，以及未来利润前景等相关的。

正如每个投资者的能力范围互不相同，不同的人对这些财务特点的评估也是不一样的。归根结底，企业的价值是它在未来为所有者创造的所有现金的现值。既然没有谁能准确地预料未来，要想得出上述数字，就必须掌握合适的工具集，并有着良好的判断力。

凭借这些工具，并在你能力范围内进行选择，你能够判断出进行价值评估需要多少证据，以及需要哪一类证据。但由于没有哪一种单一的工具能准确判断企业价值，明智的投资者必须观察格雷厄姆和巴菲特的谨慎投资关键原则：在你付出的价格和获得的价值之间找出一个安全的边际。

在尝试解答所有这些问题的时候，你必须带着审慎的怀疑态度来看待财务报表里的数字。财会惯例和判断有可能歪曲企业的现实情况。举例来说，与库存和应收账款相关的会计准则会歪曲运营资本的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数据。一些过时或非竞争性固定资产，其实际残余价值恐怕比报告里的数字要低。

另一方面，有些资产的价值，在资产负债表里可能会被低估（比如天然气公司的储备量和土地价值）。此外，与环境问题、员工退休后健康福利、管理层股票期权等相关的表外负债项目，也应当纳入财报数字的调整范畴。你不必知道每一个细节，但一定程度的理解是必需的，只要稍做努力，培养出企业分析的思维方式，自然就具备了这种理解能力。

在对企业长期特征做评估的时候，准确性的问题还与以下这一点挂钩：说到将企业利润回馈给股东，你对管理层这么做有多大的把握？诚然，不管评估什么投资，最重要的影响因素仍然是蓬勃向上的整体经济态势。尽管一流的管理层也很难抵挡恶劣的经济环境，可糟糕的管理层必定会伤害良好的企业（不过，糟糕的管理层想要破坏一家杰出的企业，就有点难度了）。

管理层的实际情况，加上市场机能不健全、财务数字不可靠，这三者要求投资者还需看重企业分析的定性维度。这里面最重要的，是那些能反映企业有着以所有者为导向的性质。

以所有者为导向，并不是要求企业管理者像法律那样遵守它，或是当成惯例来实践它。具备所有者导向，也不光靠制定某些企业规章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

制度，比如拥有大量的外部董事，把CEO和董事长的职能分开。故此，对管理者的关注，就是对其信赖度的关注。

估计企业管理者的可信赖度，和评估未来女婿的可信赖度差不多。它是一种常识——当然，这又是一种稀罕但能掌握的思维方式。说到企业管理者，洞悉其可信赖度的渠道，包括企业的过往记录，以及其跟股东沟通的素质——尤其是CEO每年写给股东的公开信。本书最后一章列举了运用这门艺术的一些例子，如杰克·韦尔奇（通用电气前CEO)、迈克尔·艾斯纳（迪士尼前CEO)和已故的罗伯特·戈伊苏埃塔（可口可乐公司前CEO)。

俗话说的“注意你的P和Q” [1] 并不是指“价格”(price)和“报价”(quote)，而是指常识。在投资领域，这意味着掌握基本的财务、会计和管理情况，观察以下现象的发生：

有效市场理论在4/5的时候都是成立的，投资者可以利用剩下1/5的机会。

财务分析的传统工具仍然是投资者最好的朋友，但盈余管理和会计操纵是投资者最可怕的敌人。

明智的投资者尤其看重管理者是什么人、他们是否值得信赖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

注意P和Q，并不需要做海量的工作，但它的确要求具备大量的常识，来抵挡"Q"狂热。

常识这服解药，能带你进入更安全、更成功的“V文化”世界。V文化的创业祖师格雷厄姆，本身就是个成功的实践者。格雷厄姆最杰出的学生和实践者沃伦·巴菲特，同样是位导师。所有的好学生都会听从老师的指导，并在应用中将之发扬光大。巴菲特并不例外，格雷厄姆其他的门徒同样如此，他们汲取祖师的核心教诲，并将之成功地扩展到多个领域。

当然这里也存在一些值得说一下的微妙区别。巴菲特不打折扣地保留了格雷厄姆企业分析思维方式的核心概念，关注价格和价值之间的区别，坚持在投资时保留充分的安全边际。但在实际应用中两人有一些细微的区别，基本上仅限于下面几点：巴菲特在投资中更加关注管理者的重要性，对格雷厄姆钟爱的购买便宜货的做法不太热衷；他比格雷厄姆更看重无形资产的价值。但这些区别并未掩盖两人的共同点，而是反映了两人在深层次上恪守的一致原则：投资中独立判断的重要性。

格雷厄姆其他的门徒选择了其他不同的方式来应用其主要概念——有的人尽量多元化地分散投资，另一些人则强调集中化，也有人更多地关注企业内在本质，还有一些人对此关注得较少。本书不揣冒昧，对格雷厄姆提出的概念以及巴菲特对其的进一步扩展和应用做了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

阐释。它具体针对当今投资环境做了深入说明。当今的投资环境，格雷厄姆并不熟悉，而巴菲特又只能在每年相对公式化的股东公开信里有限度地涉及。

不管在什么时代，企业分析思维方式的基础，都是价格和价值的区分，以及安全边际原则，它们是V文化的牢固锚点。我很荣幸能为它鼓与呼，但真正的大师永远是格雷厄姆和巴菲特。

前言：Q文化

[1] Minding your Ps and Qs，意为谨言慎行。这个说法有一种来历，小学生刚学写字时容易分不清小写的‘p’和‘q’，因为这两个字母不但顺序相邻，而且拼写相似，所以老师会用这句话来提醒大家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一部分　两个市场的传说

第1章　市场先生的躁郁症

有这样一位病人，他患有典型的躁郁症（也叫双相情感障碍），喜怒无常。他会连续疯狂地花上好几个月的钱，买他根本不需要的东西。在心情愉快的时候，他话多健谈，充满创意，但颠三倒四、前言不搭后语。他能凭借魅力叫你买下布鲁克林大桥。可突然之间，他的情绪立刻变了，进入了长达数个月之久的黑暗抑郁状态，最微不足道的麻烦事儿——比如小小的坏消息，不尽如人意的结果——都能让他勃然大怒。

根据专家们的观察，这种病情或许是遗传而来，由天生的化学物质引起。此类化学物影响心情、食欲，造成痛苦的感觉，反过来，这又令他体重忽上忽下。病人有可依靠的安全网，如政府的支持，以及类似情绪稳定剂等政府认可的治疗方式。但他对自己的病一味否认，愤怒又多疑，有时还不吃药，结果导致心情出现更猛烈的高低起伏。

显然，我说的这个“病人”就是股市。它忽而陷入无理性的恐惧，忽而又呈现无理性的贪婪。它兴起时，引得大量的资金注入；它萧条时，这些资金又果断撤出。它像马戏团里踩弹簧高跷的小丑一样高高跃起，编造着不费力气就挣大钱的狂野神话。紧接着，它就变脸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了，大多数时候，只要听到这家或那家公司每股仅差了几分钱没达到盈利预期，它会像铅锤一样直线下降，纠正之前的错误。

对市场行为有着准确认识的思考者认为这是不治之症，市场总是倾向于大发一笔，接着大亏一笔，这跟企业或经济的实际情况毫无关联。不过，像证券交易委员会这类政府机构，以及像纽约证券交易所这类私立组织，碰到股市有可能出现阵发性不景气（廉价抛售）时，会启用“断路器”关闭股市，或提高保证金账户的要求，尤其是对短线炒家。

但目前而言，并没有什么根治方法。按格雷厄姆的说法，市场先生拒不承认自己患了躁郁症。相反，有无数的研究吹捧它是多么的“理性”。数不清的谈话和出版物说它“高效”。此外还有车载斗量的“测试版图书”正在编撰，认为它的波动简单而准确地向投资者说明了股票的风险。此外还有人推销简短扼要的多元化投资组合，说什么面对这一“高效体制”表现出来的“理性风险”，它能将之减少到最低程度。如果拒不承认“病人”有病，自然也没办法治疗了。

让我们把格雷厄姆对市场先生的诊断说得更深入些。有一种名为“立克次氏体”[1]的有害微生物，能引起诸如“斑疹伤寒”等疾病。“斑疹伤寒症”(typhus)这个词来自希腊语"stupor"，指的是一种意识混乱的麻木状态。斑疹伤寒症以阵发性抑郁和精神亢奋为特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

点。它通过吸血寄生的蜱虫传播。这种寄生虫还会传播一种名叫“Q热”的类似疾病。

为了避免Q热，到有蜱虫出没的森林探险，可要做好准备。少不得戴上帽子、手套，穿长袖衬衫和长裤。要是被咬了，谨慎的森林居民会用镊子取出寄生虫，用酒精、冰块和炉甘石洗剂冲洗创口。这些人能存活下来，享受森林的美妙光景。

只有傻瓜才会光着膀子钻进满是蜱虫的树林，把皮肤，甚至脑袋暴露在外面。等他们发现被虫子咬了，便会在恐惧的驱使下做出不合理的行动，比如把蜱虫烧掉，而不是将它们从肉里挤出来。冒失的探险者们继续兴高采烈地在森林里探险，浑然不知自己感染了Q热——直到间歇性地爆发抑郁和狂躁。

在股市丛林，报价蜱虫也会以相同的方式感染毫无准备的傻瓜。迷恋报价的交易者散播着Q热疫情，给市场先生的躁郁症火上浇油。

闯入股市冒险，要像到森林徒步一样保护好自己：全副武装地跟传染Q热、吞噬财富的价格蜱虫做斗争。格雷厄姆和巴菲特都描述了跟市场先生打交道的相同方法。他们指出，不承认它的症状、不诊断它的病情，是愚蠢的行为；不加防护就跑进去折腾，让自己置身于感染源之下，也同样愚蠢。要反过来，让市场先生为我所用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不管是格雷厄姆的市场先生还是上述Q热的比喻，都不涉及市场参与者的心理状态。独立行事的理性人照样会带来非理性的市场结果。许多投资者只是遵循专家或大多数意见罢了。随大流似乎够理性、够明智——直到人群径直跌下悬崖。

波动、泡沫和崩盘

价格蜱虫带来的反复无常，让当今股市饱受病痛之苦。动量交易者和不停更换投资领域的炒家，既是Q热的受害者，也是传播源。按小弗雷德·施韦德（Fred Schwed)在经典作品《客户的游艇在哪里》[2]里的讽刺说法（他说的是人总有一种幻觉，认为能找到可以预测的模式），等人群开始遵循“不可磨灭的明显趋势”，Q热就变成流行病了。

较之过去几十年，如今投机肆虐，价格大幅波动的速度成倍增加。市场波动与真假可用信息成比例增加。上涨之前入手，下跌之前出手，这成了短线炒家的口头禅，它不仅揭示了市场先生的存在，还揭示了它有成千上万的共谋者撑腰。

贯穿有组织市场交易的历史，股票价格水平像过山车一样暴涨暴跌的例子多不胜数。这些暴涨暴跌，亦带动重要的指数上下起伏。20世纪90年代末到21世纪初冒出了一种完全不同的轨迹：道琼斯指数里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的顶尖产业公司走一条路，纳斯达克指数里高科技或新兴企业走另一条路。

泡沫新经济的信徒哄抬新股和科技股（较之这些公司可怜巴巴甚至是负收益，其股票价格高到了离谱的水平），远离持续产生稳定收益的乏味旧经济股票。等这一波热潮退却，道琼斯指数飙升，纳斯达克狂跌。可紧接着，一个渐渐恢复元气，另一个又跌个不停。面对如此疯狂的世界，只有一个合适的形容词：乱七八糟。

然而，任何想为上述颠三倒四的模式找点什么深层逻辑的人，看看2000年4月14日那天的情况就可以省省力了。那天，两大指数都猛烈跳水，道指跌了6%，纳指跌了10%。接下来的一个交易日，它们双双反弹，道指攀升了3%，纳指回调6.6%（再之后的一天，又来了一轮猛涨，前者涨了将近2%，后者涨幅超过7%）。

没有什么深层的逻辑能解释这样的紊乱或价格偏差，你真正能够断言的是：这就是市场先生寻常（或不寻常）的样子。这些数据有多么靠不住，还可以来看看2000年第一季度，纳指连续4次跌了10%以上，此后又回回反弹。光是2000年4月，它就经历了有史以来两次幅度最大的猛涨，之后又是三次幅度最大的跳水。20世纪90年代末和21世纪初，道指猛跌也是同样的稀松平常事，跌幅超过3%的次数可见表1-1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 1-1 道指猛跌

日期	收盘价	下跌点数	跌幅（%）
1997 年 10 月 27 日	7 161.15	-554.26	-7.18
1998 年 8 月 4 日	8 487.31	-299.43	-3.41
1998 年 8 月 27 日	8 165.99	-357.36	-4.19
1998 年 8 月 31 日	7 539.07	-512.61	-6.37
2000 年 1 月 4 日	10 997.93	-359.58	-3.17
2000 年 3 月 7 日	9 796.03	-374.47	-3.68

1998年8月，道指跌得尤其惨痛：该年度的道指收益就在这一轮猛跌里烟消云散了。2000年3月的猛跌也同样惨烈：把道指一举打回了一年前的水平。

如果你喜欢把焦点放在市场先生的狂喜症上，那不妨来看看20世纪90年代末和21世纪初道指猛涨3%的次数（见表1-2）。

表 1-2 道指猛涨

日期	收盘价	上涨点数	涨幅（%）
1997 年 9 月 2 日	7 879.78	257.36	3.38
1997 年 10 月 28 日	7 498.32	337.17	4.71
1998 年 9 月 1 日	7 827.43	288.36	3.82
1998 年 9 月 8 日	8 020.78	380.53	4.98
1998 年 9 月 23 日	8 154.41	257.21	3.26
1998 年 10 月 15 日	8 299.36	330.58	4.15
2000 年 3 月 15 日	10 131.41	320.17	3.26
2000 年 3 月 16 日	10 630.60	499.19	4.93

涨跌幅度这么大也就算了，再来看看上述道指涨跌所间隔的时间。上述图表展示了前脚跟后脚的两次大逆转：1997年10月27日，道指狂跌7.18%，次日就猛涨了4.71%；1998年8月31日，狂跌6.37%，次日又猛涨3.82%。1998年8月出现3轮狂跌，紧接着，9月就来了3轮猛涨；2000年3月7日猛跌过后，同年3月15日、16日又出现两次猛涨。说这种连续的猛涨猛跌是投资者根据企业基本信息的变化所采取的理性而有效的行动，实在很难叫人相信吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了20世纪90年代末和21世纪初道指和纳指的狂涨猛跌，不妨再回想一下市场先生在华尔街上最为戏剧性的一次表演：1987年的大崩盘。道指在一天之内就蒸发了22.6%，一个月内下跌了33%。1987年的崩盘并不仅限于道琼斯指数里的30只普通股，而是世界性的大跌。纽约证券交易所、伦敦证券交易所、东京证券交易所，全都没有逃过这一劫。

如果股票的市场价格真的遵从日益流行的“有效市场”理论（effi-cient market theory，EMT)，准确地反映了企业价值的信息，那么，就需要有与本次大跌相对应的企业价值发生重大变化的信息出现。许多人想用1987年10月中旬出现的一系列事件的理性反应来解释这一现象，这些事件包括：

1987年9月4日，美国联邦储备委员会提高了贴现率。

1987年10月13日，众议院筹款委员会投票通过所得税立法，不再对企业融资债务减免利息。

1987年10月18日，财政部长詹姆斯·贝克（James Baker)公开表示有意将美元贬值。

按历史标准来看，市场价格已经很高了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一些专家把1987年的崩盘归咎于各种制度因素，包括程序控盘（pro-gram trading)和资产组合保险。这两种操作都会在价格下跌时，对大规模投资者的投资组合进行大量抛售。价格一下跌，上述程序抛售会把价格拉得更低。其他专家则把矛头对准了衍生证券等外来金融工具，它们的价值随利息和汇率等基准值的变化而波动。这些衍生工具大多是为了这类基准的风险和波动性而设计的，可一旦设计不当，就会加剧股票市场的价格波动。

但考虑到这次崩盘的全球性质，崩盘程度又是这么深，几乎没有谁能接受上述解释。大多数人也同意，其他时期发生的几轮股票价格剧烈变化，也很难找到合理的解释。1929年的崩盘，1989年的股灾，以及20世纪90年代和世纪之交时候的一般性波动，都是这样。市场的狂乱，是无法用有效市场理论来解释的，它是一系列复杂因素的产物，外加企业价值等基本信息的实际变化所致。

放眼金融史，此类市场狂乱并非孤立存在，自然也不是什么稀罕情形。恰恰相反，市场泡沫——也即价格高于价值——出现得十分频繁。1959~1961年就出现过技术股泡沫；20世纪60年代末70年代初，所谓的“漂亮50”[3]股票出现过一波泡沫；1978年有过赌博性股市泡沫；20世纪70年代末石油和能源股出现过泡沫；1986~1987年风行的家庭购物泡沫；20世纪90年代初的生物技术泡沫（2000年初又风云再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

起）。所有这些泡沫，都跟20世纪90年代末和21世纪初的互联网泡沫如出一辙。

2000年年初，互联网部门的市场资本总额是1万亿美元，销售额为3 000亿美元，亏损额为30亿美元5。1999年，数十只网络概念股首次公开发行，好些都属于赚钱企业不可能超过三五家的同种行业。比方说，这些首次公开发行的网络股里有17家跟医疗保健相关的公司，7家C2C电子商务公司，6家音乐发行公司，5家招聘猎头公司，3家旅行社。听起来简直像是购物狂欢、商机不断的“圣诞节前12天”。

对技术创新的狂热驱使这些资金入市，从前的多轮市场泡沫里也存在同样的狂热。20世纪60年代的技术股泡沫源自彩色电视机和商用喷气式飞机的创新。它带动电气企业，以及凡是名字以"tron"或"onics"① [4] 结尾的企业的IPO热潮，跟1999年的“.com”热潮完全一样。6在高价股票的推动下，这两个时期都涌动起了收购狂潮，许多企业帝国都是这么产生的。所有人都在谈论“全新的历史阶段”：20世纪60年代的那一次叫“新范式”；20世纪90年代末、21世纪初的那一次叫“新经济”。不过，正如沃伦·巴菲特援引经济学家赫布·斯坦（Herb Stein)的说法：“倘若一样东西不能持久，那就会终结。”

互联网泡沫可能不会像20世纪60年代的电子泡沫一样戛然而止。相反，它恐怕会走20世纪80年代日本股市泡沫的那条路。贯穿20世纪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

90年代，日经指数的平均股价呈整体性逐渐萎缩，终于把泡沫挤了出去。两个时期存在一个共同点，一般来说，也是投机性泡沫最显著的一个特点：防御高价的新途径出现了。

20世纪80年代的日本，股价的助推剂不是企业的收益或现金流，而是企业拥有的潜在资产的价值，那时候房地产投机正热火朝天，这类资产的价值也飞速上涨。我们很快就会看到，世纪之交的美国，同样盛行此类点石成金的瘟疫。

这些例子只不过表明，美国股市里存在着情绪性驱动力，凡是人造就出来的市场都免不了会有这种情绪性驱动力。你不光可以在20世纪80年代的日本看到它的身影，也可以在一些躁郁症的经典案例里把它找出来：1630年前后的荷兰郁金香狂热，1720年前的英国南海泡沫，全都如此。在所有的这些案例中，最初购买的原因都可能站得住脚。荷兰郁金香价值很高，因为这种荷兰新花卉成了地位的象征。英国的南海公司得到了与西班牙进行垄断贸易的王室特许权，所以股票价值高。

但到这些交易里“插上一脚”的兴奋感失控了，越来越多的钱跑去抢购郁金香的期货合约，抢购南海公司的股票，投入的资金越多，就有越多的资金仿效——直到音乐骤停，恐慌降临。在荷兰，郁金香期货的价格高得连投机者都拿不出兑现采购权的钱来。在英国，南海公司没有从跟西班牙的贸易里赚到人人都渴望的庞大利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果有效市场理论真的成立，那么，美国股市就成了全世界范围内，以及整个人类历史上最独一无二的市场。让我们来看看市场评论家德拉维加（Joseph de la Vega)在17世纪末对当时的阿姆斯特丹证券交易所说的一番话。这段文字采用了一名商人和一名投资者的对话形式：

商人：这些证券交易所的人很蠢，情绪不稳定、精神失常，骄傲又愚昧。他们买入的时候不需要动机；卖出的时候也没什么理由。投资者：他们很聪明呀。每当碰到有下跌趋势时股票却涨了，或大好的涨势里股票却跌了，他们可会编理由了。尤其值得一提的是，在这个赌博地狱里，有两种投机客。第一种人是牛市论者。第二种人是熊市论者。牛市论者类似什么也不怕的长颈鹿。他们热爱一切，赞美一切，夸大一切。不管是火灾还是意外事故带来的混乱，他们都不以为然。反过来说，熊市论者则完全受恐惧、惊惶和紧张的控制。在他们口里，兔子给说成是大象，酒馆里发生的吵闹变成了叛乱，微弱的阴影似乎是混乱的象征。价格下跌不需要有个尽头，上涨的可能性也没有限制。故此，别让高得过分的价格吓着你。

听起来挺耳熟？要不是出于傲慢和放肆的缘故，我们为什么应该相信美国股市在世界历史上是个独一无二的存在呢？

异常现象

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了波动、泡沫和崩盘，市场有效理论也无法解释市场价格如何运作的其他很多事情。大量无法解释的市场现象对市场有效理论提出了有力的驳斥证据，包括以下这些：

1月效应（价格在1月往往会上涨）。

内幕效应（知情人士向证券和交易委员会披露购入消息后，相关股票的价格往往会上涨；而内幕人士披露的是卖出消息，则股票价格往往下跌）。

价值线效应（《价值线投资调查》上得分高的股票，其股价会高于市场平均水平）。

分析师效应（公司的股票，若跟踪的分析师较少，则其价格较高；跟踪的分析师较多，则价格往往较低）。

月度效应（月初和月底时股票价格大多会上涨）。

周末效应（股票价格往往在星期一较高，在星期五较低）。

还有一些更加奇特的相关性，包括裙边离地指标（若某一时期流行的裙子平均长度短，则股价上涨；裙子的平均长度加长，则股价下跌），超级杯效应（倘若超级杯的获胜队伍本来就是全美橄榄球大联盟的成员队，则赛后股价趋于上涨；若不是，则股价趋于下降）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

支持市场有效理论的人把这样那样一些有违市场效率说的现象称为“异常”。有些异常现象会随着时间的流逝而消失。20世纪80年代中期开始，1月效应就渐渐消失了。这个时候，市场有效理论的支持者们兴高采烈，把它看成是市场有效的证据。然而，倘若你注意到这些逐渐消失的异常现象能存在好几十年（1月效应就存在了70年），你会觉得这样的证据也真够奇怪的。

更怪异的是，不少杰出的选股人利用这些异常现象创造出了惊人的投资纪录。这样的人相当之多，而且还越来越多。格雷厄姆、沃伦·巴菲特、伯克希尔·哈撒韦公司副主席查理·芒格、约翰·梅纳德·凯恩斯、伯纳德·巴鲁克、杰拉尔德·勒布、先锋温莎基金（Vanguard Windsor Fund)的约翰·聂夫、马里奥·加贝利、大卫·谢弗、红杉基金的威廉·鲁恩和理查德·库尼夫、Tweedy Browne环球价值基金的汤姆·科拿普、约翰·邓普顿、长叶松基金的梅森·霍金斯，等等。

一大群猴子

有没有这样的可能呢——就像有效市场理论的信徒们说的，所有这些都是反常现象，这些家伙们只是运气太好罢了？他们就像那只虚构出来的猴子一样，随机敲打键盘，就写出了整部《哈姆雷特》的剧本——这可信吗？就算你觉得有这样的可能，那么，你再来解释看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看：这只虚构的猴子居然还接二连三地敲出正确的字句，打出了《罗密欧与朱丽叶》、《麦克白》、《李尔王》、《亨利四世》，以及莎士比亚几乎所有的经典剧本。哪怕理论上的确存在这样的可能性，这么一只著作等身的猴子（或者一群猴子）也实在太叫人觉得不可思议了。

“猴子说”承认，就跟生活的其他方面一样，幸运在投资中扮演了重要的角色。这套“猴子观”的主要倡导者是普林斯顿的教授伯顿·马尔基尔，他在《漫步华尔街》[5]一书里借用投硬币比赛的说法对此做了解释。

一开始，有1 000个人在投硬币，投出正面者获胜，进入下一轮。按照概率，平均会有500人投出正面，500人投出背面。500个投出正面的人继续进行第二轮，还是根据概率，有一半的人会投出正面，一半的人投出背面。250个投出正面的幸运儿进入第三轮，得出获胜者125名；63人在第四轮中获胜；31人赢了第五轮；16人赢了第六轮；8人赢了决赛，成为“投硬币”专家。

然而，光用运气解释投资成功，这样的解释还不够完整。首先，投资跟投硬币不一样——当然，投机和赌博跟投硬币有些相像的地方。了不起的投资者会先做些功课，设计出一套投资戒律，用以指导自己选择投资项目。他们不是靠投硬币来选择这些项目的。他们显然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不会把IBM和高乐氏(CLorox)公司的商标贴在硬币的两面，然后看哪个商标在上，就选择哪一家公司。

其次，为了敲出莎翁全集，那只幸运的猴子得连续几十年天天敲打键盘，就跟短线炒家要每天点击鼠标，一连点上个几十年一样。但卓越的投资者并不采用短线交易策略，而是恰恰相反。

比方说，巴菲特选择的十来种投资项目，在40年的时间里为伯克希尔·哈撒韦公司创造了数十亿美元的利润。这几十亿美元好些都是这么赚来的：趁着大公司的价值遭到市场的严重低估，大批量买进。

举个例子，1973年中期，伯克希尔·哈撒韦公司购买了华盛顿邮报公司的股票。当时，邮报的股价猛跌不止，这不光是因为它调查报道了水门事件，尼克松政府对它大加责难，还因为此刻正是第二次世界大战后美国历史上少有的几次股票市场萧条期。巴菲特的买入价是多少？大约是华盛顿邮报本身价值的1/5，安全边际率高达80%。在短线炒家的投资组合里，运气扮演着重要角色；而在伯克希尔·哈撒韦公司的投资项目上，原则更为重要。

凡是要付出辛苦努力才实现的人类活动，运气都是它成功的一部分原因，但光有运气还不够。成功逮到蝴蝶的人，不光是因为运气好，也是因为他们能够熟练运用捕蝶网。格雷厄姆对好运和努力之间的关系做了一番准确的概括：“一次好运气，或是一次极为精明的选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

择，我们真能分清它们吗？这可能需要穷极一个人毕生的精力才能找到答案。但是在运气或重要决定的背后总是有着精心的准备与严格的自律。”

不管你把他们叫成是价值投资者、成长型投资者、基本面投资者、机会型投资者，还是别的什么东西，构成这一大群猴子的所有超级投资者都具备一个共同的特点：把常识看成是原则。诚然，凯恩斯和勒布都是“轻佻”投资派，采用机会主义的策略，旨在快速出手，利用受恐惧与贪婪交替驱使的市场循环周期。他们的短期行为跟格雷厄姆与巴菲特的“价值”投资派形成了截然不同的对比，然而，这两派人都意识到了市场先生躁郁症发作、心绪好坏交替所导致的价格与价值脱节。

所有这些一流投资家——还有其他许多人，如杰克·博格、菲尔·凯睿、菲尔·费雪、彼得·林奇、“普莱斯兄弟”（迈克尔·洛维和T.洛维）和乔治·索罗斯——都是靠运用常识成功的。他们采用什么“体系”或“公式”，他们头上贴的是什么“标签”，全都不重要，关键在于他们分析的质量、独立的思考和判断。

最优秀的投资者采用的思维方式只需考虑几件事情，但这几件事一件也不能少。每一位非凡的投资者都遵守格雷厄姆的首要原则：市场不能给一只股票的商业价值定出准确的价格。沃伦·巴菲特对这一认识做了进一步的发挥：只购买价值被市场低估的股票。格雷厄姆、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特这两位投资巨头，还有菲尔·凯睿都强调避免不良交易（也即市场上价格被高估的股票）的重要性。

这些投资家，还有其他顶尖高手，如巴菲特的合伙人查理·芒格，全都清醒地意识到：对任何一个人而言，可供选择的投资项目成千上万。要从中间挑出一个来，要求你有一种强大的信念，觉得市场总会给你一个比其他交易都更合适的最佳选项。机会确实会送上门来，要检测它到底是不是机会，不妨采用勒布的做法：对于你所斟酌的股票，想一想要是你把自己掌握的大部分资源都投入其中，是否会觉得安全、放心。

巴菲特和包括彼得·林奇在内的其他优秀投资家都懂得，明智的评估取决于你对企业的理解能力。这样一来，你应该基本明白所有顶尖投资家都看重的测量点了，比如公司的竞争实力、品牌力量、开发盈利新产品的能力等。

这些投资巨头（而非碰运气的猴子）并不在乎自己的投资是否过分集中在了几家企业上。例如约翰·聂夫，从1964年到1995年，他一直是温莎基金的投资组合经理，他每年的收益率都比市场平均水平稳稳地高出3%左右，有时候，他会把相当于基金总值的40%分配到同一个行业当中。巴菲特的伯克希尔·哈撒韦投资公司涉足的领域相当多元化，但这种多元化是它掌握的资本发展极其迅猛所带来的偶然副产品，并非它有意要打入大量不同的行业或部门。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这些杰出的投资家还把对市场和企业的常识性理解扩大到了对企业基本面的分析上。在这些基本因素里，最主要的是一些经济特征，比如强劲的财务状况，收益的稳定性和增长性，较高的销售额和利润率，企业内部能产生大量现金支持发展，而非持续依赖外部融资渠道。这些投资家还很注意管理层的素质和诚信，他们要找的是能一贯充分发挥业务潜力、能明智地分配资本、能将经营成果分享给股东的公司。他们尤其看重的是持有自己公司大量股票、可以迅速适应商业动荡环境的优秀管理者。他们还相信，管理层的深度和诚信度也包括维持良好的劳资关系、鼓励创业家精神。

对冲基金大师索罗斯曾经概括道：“普遍看法是，市场永远是对的；我则假设它永远是错的。”时下盛行的有效市场理论是看待市场的一种方式。根据这种观点，价格的变化几乎全都是因为基本价值发生了变化。故此，挑选定价行为不同于整体市场的多元化股票是最有道理的。另一种相反的观点则说，价格变化并不是股票基本面上的原因所致。正确的目标应该是找出那些股票价格低于商业价值的公司。这种观点要求从单个的企业上着眼，而不是看市场整体。

接下来的两章阐释了这两种不同的市场观各自的立论基础。第2章是有效市场理论的形成历史。第3章以证据说明有效市场理论的矛盾之处。如果你已经是有效市场理论的怀疑者，可以跳过这两章（不过，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这部分内容里也有一些论述这两种观点各自长处的宝贵见解）。如果你支持有效市场理论，不妨读一读，说不定，你的想法会因此改变。

第4章则对当前环境做了评估，看是有效市场理论还是后一种“混沌”市场理论更准确地描述了我们前进的方向。它发现，我们正朝着效率更低（而非更高）的市场走去。本书的其余部分采用了投资大师们股市并非完全有效的观点，并为你利用这种无效率提供了所需的工具。

[1] 根据发现者理查德·立克次医生（Dr.Howard T.Ricketts，1871-1910）命名。

[2] 本书主要介绍华尔街金融机构的狡黠和贪婪，以及投资者如何进行自我保护，其中文版已由机械工业出版社出版。

[3] Nifty Fifty，指当时在纽约证券交易所交易的50只备受追捧的大盘股。——译者注

[4] 这两个词尾，均和电气行业相关。——译者注

[5] 本书将投资理论与实践完美结合，从基本面分析和技术分析，阐述历史上著名的投资泡沫和投机狂潮，其中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第2章　服用百忧解的市场

在愈发流行的有效市场理论背后，藏着一段长长的有趣故事。这段故事，每个投资者都应该有所了解。了解有效市场理论的故事，能让你评估建立在它基础上的意见，比如有关多元化投资价值、衡量风险的方式方法等方面的建议。它还能帮你判断自己到底该不该相信这套理论。这一点最为重要，因为如果你相信市场有效，你所采用的投资风格和哲学肯定会跟你不相信它时迥然有别。

对于已经得出结论，认为有效市场理论并未准确描述股票市场如何运作的投资者，可以跳过这一章，不过即便如此，他们大概也可能会发现这套理论在无意间影响了自己的投资习惯。所有的读者都能看出，有效市场理论的历史很迷人。这个故事说的是，早先进行的研究本来是为了扩大知识，阐释并理解这个世界，可它的结论却受到了部分的忽视，之后又遭到过分的夸张。这个故事告诉我们，有效市场理论并不是关于股票市场如何运作的最终结论，可数十年来它对投资者和教师们产生的影响，有时却叫人们觉得它就是最终结论了。

缘起

有效市场理论的历史可追溯到股票价格的随机漫步模型，这是一个合理的设想，它认为任何系统化的精确方式，都不可能预测股票价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格的运动。该模型最早出现在1900年，由法国数学家路易斯·巴舍利耶（Louis Bachelier)在一篇博士论文中做了阐述，当时它默默无闻，现在却很出名了。这份论文调查了法国证券交易所里交易的期权和期货价格的线性相关，并得出结论说：价格的变化是根据随机漫步模型展开的。

刚发表时，巴舍利耶的论文并没有引来广泛关注，这或许是因为他的数学演算部分比爱因斯坦著名的气体分子碰撞随机运动研究早了5年的缘故。爱因斯坦“发现”了描述随机分子运动现象（也叫布朗运动，因最初观察到它的苏格兰植物学家叫罗伯特·布朗而得名）的方程，而它也正好是巴舍利耶用来描述金融市场价格行为的方程。

数学家和物理学家（包括爱因斯坦及其同行的后来者）立刻对巴舍利耶采用的数学工具产生了极大的兴趣，但经济学家却是直到20世纪中期才留心到这个主题。事实上，在20世纪50年代初之前，没有任何研究引用过巴舍利耶的工作，或提及金融市场价格随机运动的理论。

20世纪50年代初随机漫步模型终于引起经济学家的关注，人们经常把功劳归到莫里斯·肯德尔（Maurice Kendall)身上。然而，经济学家却直到20世纪50年代中期，才在误打误撞中“发现”了巴舍利耶的研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当时，芝加哥大学的伦纳德·萨维奇（Leonard Savage)在图书馆里翻翻捡捡，偶然翻出了巴舍利耶1914年出版的一本小书。伦纳德给自己的经济学家朋友们写信，打听他们是否“听说过这家伙”。保罗·萨缪尔森在麻省理工学院的图书馆里没找到那本书，但找到并阅读了巴舍利耶的博士论文。到1959年萨缪尔森发现之后，随机漫步模型总算成了一个热门研究领域。

巴舍利耶长期默默无闻，还有另一个原因：1937年，著名经济学家阿尔弗雷德·考尔斯（Alfred Cowles)在研究中得出结论，说股票价格是按可预测的方式运动的。媒体大肆报道了这份研究。对随机漫步模型的研究也因此停止，直到1960年斯坦福大学的教授霍尔布鲁克·沃金（Hol-brook Working)发现了其中的错误。随后，考尔斯纠正了该处错误，修正后的研究支持随机漫步模型。

简单性

萨缪尔森和他的同事们重新发现巴舍利耶的时候，因为计算机时代的到来，大学里供研究使用的高速计算机甚为普及，众人得以大规模地利用这一见解。靠着20世纪60年代初出现的这些新技术，股票市场研究者着手深入地研究这类市场中的随机过程。

相关性测试

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

调查的一个方面是相关性检测，用来判断指定数据间是否存在某种程度上的共同运动。就股价而言，人们会把特定股票在特定时间段——比方说若干天——的价格变化记录下来，再把随后同样长度的时间段里的价格变化记录下来。之后，人们比较这些序列（叫做“时间序列数据”），判断它们存在某种程度的共同运动，即它们是否表现出任何“相关性”。

比较采用了“相关系数”的形式，这是一个反映数据之间线性相关程度的数字。具体而言，也就是看待检验的时间序列数据跟一条直线是否吻合，而后计算出相关系数。相关系数等于零，意味着该序列中的数据在统计上是独立的；接近零（但不等于零）则表明数据不相关。如果一组时间序列数据独立或不相关，则它们是随机的。

以电视抽彩开奖为例。乐透奖的开奖号码是这么确定的：在箱子里放上许多标有不同数字的球。稽核员摸出一个球，记下上面的数字，把球放回箱子。稽核员重复这一过程三次：摸出球，记下数字，把球放回箱子。这样得出的结果就是开奖号码。这个过程具有统计上的独立性，因为任何一次摸出球后记下的数字，跟前一次或后一次记录下数字全无关系。

脱离彩票箱这样的可控环境，尤其是在股票这类时间序列数据的情境下，要从统计上证明一组数列具有统计独立性是极为困难的。而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

限制较少的特点——也即数据是不相关的——更容易为统计证据所支持，得出的结论也大致跟满足独立性特点的数据相同。[1]

在20世纪60年代的相关性测试中，人们演算出的相关系数全都近似于零。这就意味着，股市上的不同数据组跟随机数表、轮盘赌、抽彩票或其他随机方式产生的不同数字组没有什么区别。

这些发现具有重要的现实意义：缺乏统计相关性意味着，对股票将来价格的最准确估计就是它的当前价格，因此，交易者不可能系统化地从交易中获得高于正常水准的收益。换句话说，如果价格遵循随机漫步模式，股票在这段时间到下一段时间的价格变化，并不会影响股票在随后一轮时间段中变化的概率。过去的价格预测不了将来的价格。

游程测试

相关性测试有一个素来为人所知的缺点：所得结果容易受时间序列里少量的极端数据所影响。为避免这一缺点，人们会对数据进行游程分析——调查连续变化的方向是否具有持续性。

一段游程是按序列统计里没有方向性变化来定义的。故此，方向一出现变化（比方说，从负到正，从正到负，从无变化到正向或负向），就算新游程的开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

游程检验的不是序列中数据在数字上的变化相关性，而是考察的这些变化在方向上的关系。如果价格变化吻合随机漫步模型，则序列的个数和股价时序数据的反向次数应该差不多相等。如果同向运动持续了较长时间，随机漫步模型就不成立了。

在20世纪60年代初所进行的众多游程研究中，芝加哥大学经济学家尤金·法玛（Eugene Fama)最为谨慎。法玛发现，价格变化的方向具有持续性，但他仍然得出结论：没有什么交易规则或策略能持续战胜市场。故此，几乎所有参与20世纪60年代末辩论的人都一致同意，在研究中观测出来的与随机性不一致的地方，可以忽略不计。他们还相信，这有力地支持了随机漫步模型。

交易规则测试

尽管得到了广泛的认同，一些参与辩论的人仍持怀疑态度。实际上，当时一些颇有远见的评论者就曾担心，股票价格变动的相互关系异常复杂，这些标准化工具恐怕不能将之一一揭示。出于这样的担心，有人怀疑随机漫步模型的真实性，并想要发现、利用价格变化的复杂关系，设计出能获得高于正常回报水准的交易规则来。

西德尼·亚历山大（Sidney Alexander)的“过滤技术”，就属于这些早期尝试之列，它极具启示意义。这种策略旨在识别和利用股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

里存在的假定变化趋势，按亚历山大本人的妙趣说法，“市场的小小抖动”有可能会掩盖了这样的趋势。

举例来说，对某只股票采用“5%过滤规则”，就是说：股票价格上涨了5%，那就买入（并看着它涨到更高的峰值）；等价格从峰值下跌5%，就卖出它（并看着它跌到更低的谷底）；再接着，卖空它（也就是说按照现行价格把它借来卖掉，并答应到了偿还期会按当时的价格买入并偿还）；接着，等价格从谷底上涨5%，再平仓。

如果此方法有效，第一回的卖出能带来一笔收益，之后的卖空又能带来一笔收益。更重要的是，如果它确实有效，那么股票价格就应该吻合峰值——谷底的模式。这意味着它们并不是随机的，随机漫步模型不成立。

亚历山大最初研究的结果表明，这种技术能够带来高于正常水平的回报。然而，这之后，他本人和其他一些人（法玛也在内）又进行了校正，证明放宽或改变某些假设足以抹掉高于平均水平的收益，尤其是，最初的过滤技术未能注意到，卖空股票的话，股票的红利就成了成本，不再是收益了。

亚历山大的过滤技术概括了股票分析和交易里的图表法或技术方法，它把过去的价格作为预测将来价格的基础。确切地说，从概念上看，亚历山大的过滤技术跟当今证券交易盛行的限价盘和同类技术算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

得上近亲了。这些技术包括了依靠反常效应的传统技术方法（如内幕效应、月度效应、周末效应和分析师效应等），以及一些非传统方法（如裙边离地指标、超级杯指标等）。

这些东西，以及诸如“动量投资”和“板块轮动”等相关的哲学思想，仍然是华尔街的主流学派。交易员仍然广泛地使用它们，而它们得到越来越多的贸易商、投资顾问和经纪人的推荐。随机漫步模型（和有效市场理论）的许多信徒基于前文的分析，逐渐意识到这些东西是无稽之谈。

说它们是无稽之谈，不是因为有效市场理论，而在于它们完全违背了业务分析。格雷厄姆在《聪明的投资者》（Intelligent Investor)一书中提到了拥护这种技术方法的人，他说：“考虑到他们的工作跟本书中提到的‘投资者’并不相关，我们还是别管他们了。”

究其本身，所有随机漫步测试存在的问题在于，它们全是线性的。它们没有调查是否存在非线性的价格依赖，这是因为，20世纪60年代初，研究人员用的计算机还不具备那么高的运算能力。

比方说，交易规则测试就是线性的，因为它是按时间顺序（或实时）进行的。不管是它，还是其他的老式测试都没有考虑过这样的可能性：说不定，从非线性的角度能更好地理解市场时间。我们在下一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

章会对这一主题进行论述，现在，我们只需注意到，爱因斯坦证明，时间不是绝对的，而是根据不同的环境有着数十种不同的运行方式，这就包括向前（或曰线性的）、向后、循环、减缓、无规则（非线性），甚至可以静止不动。

完全竞争市场之梦

不少人认为，在科学研究领域，有效市场理论的建立很怪异。该假说的证据最初由巴舍利耶在1900年提出，到20世纪60年代初，又大量出现在有关随机性的研究里。

就在此时，一种解释随机性的理论提了出来。1965年，保罗·萨缪尔森（1970年成为诺贝尔经济学奖得主）写出了第一篇关于有效市场理论的文章。经济学家甚为欢迎这一论证。这一理论应运而生的必要条件，似乎正好跟维系所有经济学家心底梦想的必要条件差不多：完全竞争市场。

完全竞争市场是一种虚拟存在，它要求市场满足以下假设：有大量的参与者，单个参与者的行为不可能对市场造成重大影响；参与者掌握着充分的信息，能平等地进入市场，行事理性；商品是同质的；没有交易成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

完全竞争市场刚好能带给人随机漫步模型暗示的东西：在股票市场上，股票的价格会根据与该股票相关的新发布信息而不时地调整，并且这些调整是精确的。有效市场理论一提出来，就对这一预测做了具体表述。从最广义上说，它认为股票在股市上的交易价格完整地反映了与该股票相关的所有信息。

完全竞争市场模型假设的这些特点，股票市场无论有还是没有其实都无所谓。正如1976年的诺贝尔奖得主米尔顿·弗里德曼所提出的，经济预测的基本准则是，要检验模型的预测能力，唯一相关的就是考察它是否有效，至于模型下面潜藏着什么样的假设，与此并无关系。故此，哪怕投资者并非完全理性，也不见得掌握了充分的信息，但只要这些事实并不妨碍市场有效理论的预测能力，那它们就无关紧要。虽说现在很多经济学家开始重新考虑这些假设，但到目前为止，公认的经济理论依然采用这一方法。

三种有效形式

从一般形式上讲，有效市场理论解释的东西比随机漫步模型要多。随机漫步模型只是简单地说，相继的价格变动是独立的，或者不相干的，而有效市场理论则说，股票价格充分反映了有关股票的所有信息（不光只是过去的价格而已）。于是，自从随机漫步模型出现了有效市场理论这种解释之后，后者就根据特定的信息类型，划分了三种定义形式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

面对特定类型的信息，价格行为会出现怎样的变化呢？最初提出这三种形式，是为了把上述实证测试进行分类。弱式有效测试检验的是随机漫步模型本身；它使用前述的相关性和游程测试来调查过去的价格是否暗示了将来的价格。半强式有效测试检验的是除了价格之外的公开可用信息是否反映在了现行价格当中；强式有效检验的则是内部交易信息是否反映在现行价格当中。

20世纪70年代中期，人们就此做了大量的测试和讨论，并逐渐用有效市场理论的三种形式来概括各自测试所暗示的结论。自此以后，有效市场理论的形式专指如下含义：弱式有效表示股票价格完全反映了构成过去价格的所有信息；半强式有效表示股票价格完全反映了当前公开可用的所有信息；强式有效表示股票价格完全反映了现存的所有信息，不管是公开可用的，还是秘不告人的。

这样看来，随机漫步模型和弱式有效之间存在着逻辑上的直接联系，和两种较强的有效形式之间的联系则较为薄弱、模糊。不妨回想一下，随机漫步模型认为，价格变化独立于之前的价格变化，或是两者不相干。这也就是说，对过去价格变化进行的技术分析——有时也叫“图表分析”——无助于系统化地预测将来价格的变化。

弱式有效解释了这种独立性，它假设当前价格包含了从前价格里蕴含的一切信息，以此作为自己的预测基础。这样的话，任何价格变化只可能是新信息带来的结果，而新信息的产生，本身是随机的。吸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收信息的过程持续进行，解释了20世纪60年代人们在相关性和游程测试里的发现：前后的价格变化之间不存在实质上的线性关系。其后两种较强的假设形式因此被推导出来。

有效市场理论的半强形式不仅认为当前的股票价格反映了构成先前股价的所有信息，还认为它们反映了与股票有关的所有公开信息。要检验这种更具野心的说法，不但要关注价格变化的相关性分析，还要分析特定信息导致价格发生变化的相对敏捷度。

除开测试方法上的不同，半强式有效还要取决于随机漫步模型的有效性，反过来，随机漫步模型的有效性又依赖于股价数据并不存在统计相关性这一实证结论。换言之，如果将来的价格变动依赖于先前的价格变动，那么，半强有效形式检测的任何价格变动，都不能单单归因于测试里评估的新信息的出现。因此，弱式有效和半强式有效都要依赖线性检测模型所给出的证据。

较之随机漫步模型提出的主张，强式有效做了相当大的延伸。确切地说，强式有效其实是一种近乎于神学概念的看法，它认为公共资本市场有着无限的智慧：哪怕是非公开信息也能反映在公开的股票价格里。大量的证据否定了强势有效假设：掌握了非公开信息的人可以利用它获得超乎寻常的高额市场回报，20世纪80年代层出不穷的内幕交易丑闻就是很好的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于有效市场的强式假说站不住脚，相关的辩论主要集中在它的半强和弱式假说上。有关弱式有效的争论一般以分析随机漫步模型本身为主，通常使用线性实证模型来检验连续价格变化之间的关系；随机漫步模型也包含了这部分的内容。

麻省理工学院的罗闻全（Andrew Lo)和沃顿商学院的克雷格·麦金雷（Craig MacKinlay)做了一项广为人知的研究，证明从每月和每周的持有期收益率来看，股票价格有着强烈的正向连续相关性。他们观察了从1962年到1985年总计1 216个星期的股票收益率，发现每周的相关系数高达30%，从统计上看，这样的相关水平可谓极高。两位研究者在《非随机漫步华尔街》（Non-Random Walk Down Wall Street)一书中指出，这并不一定意味着股票市场无效，只不过是说，随机漫步模型不能拿来作为有效理论的基础。

这样的研究虽然并没做出一锤定音的结论，但哪怕是尤金·法玛，有效市场理论的总设计师，在诸如此类的证据面前也下了断语：每天和每周的股票收益率可以根据过去的收益率来预测，从而在统计的基础上抛弃了随机漫步模型。9尽管如此，法玛和有效市场理论的其他奠定者仍然坚持认为，这种矛盾只不过是一种反常罢了，无损于基础模型的有效性。不过，还有一些人试图从另一个方向来解释此类结果，这就是所谓的“噪声”。

噪声

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

约翰·梅纳德·凯恩斯曾经打过一个很出名的比喻，说股市就像是选美比赛。比赛里，裁判选的不是自己觉得能胜出的候选人，而是他觉得其他人会选中的候选人。这就用一种投机随大流的心态，取代了着重于基本面或实质性的分析（也即本书强调的方式）。

1981年的诺贝尔经济学奖得主，耶鲁大学的詹姆斯·托宾（James Tobin)把凯恩斯的选美比喻做了进一步的发挥。他认为，就算公共资本市场能够迅速地把公开信息整合到股票价格里，就算从这个角度讲它是有效的（也即有效市场理论的半强形式），可这并不一定意味着市场里的股票价格反映了它的基本价值（也即预期未来现金流对股东的现值）。

凯恩斯比喻里的选美比赛评委们在做出选择时，领会的信息质量说不定很差；而市场领会的信息质量说不定同样差。许多追随者都觉得托宾说得对，包括同为诺贝尔经济学奖得主的威廉·夏普（William F.Sharpe)和肯尼斯·阿罗（Kenneth Arrow)。倘若许多交易者真的像凯恩斯说的那样行事，那么，有效市场理论的半强形式还需要做进一步的划分：一种是严格的信息性有效，另一种是更纯粹的基本面有效。

信息性有效描述了这样一种市场：与一只股票相关的所有公开信息，不管质量高低，都反映在了股票的价格当中。故此，价格不仅反映了和股票基本价值相关的信息，还反映了一些完全与基本价值无关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的信息，比如哪支橄榄球队赢了超级杯一类。基本面有效是一个较为狭义但更有野心的设想，它认为股票价格是股票内在价值的准确指标，因为价格只反映了与基本商业价值相关的信息。

问题在于，资本市场是否能够区分各种信息，只让跟基本价值相关的信息反映在价格里呢？于是这就回到了人类行为是否理性的基本问题上。有效市场理论说，就算个体行为不理性也没关系，因为其他行为理性者会纠正个别不理性的人。确切地说，有效市场理论模型把不理性给“假设”在外了。

然而，不管是从直觉还是从实证的角度看，信息性与基本性都存在明显的区别，必须要面对才行。于是有人想出了个保住面子的委婉说法：经济学家费希尔·布莱克（Fischer Black），从统计领域借来了一个名词，把不理性行为称为“噪声”，这才使得好面子的经济学家能够继续讨论这个问题，并尝试为它建立模型。

噪声理论得到了大量实证证据的支持，也有着良好的知识基础。噪声理论模型认为，股票市场充斥着噪声交易（也就是建立在无关基本资产信息的基础上所做的交易），这种交易污染了股市。这些模型就是为了解释为什么噪声交易会出现，为什么它的影响会持续存在。

举例来说，最常见的噪声理论模型认为，噪声交易是那些掌握信息不充分、靠情绪行事而不靠理性分析的投资者做出来的。这些人的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

举动，使得价格偏离了基本价值。尽管市场上也有成熟老练的套利者存在，价格、价值之间的差距还是抹不平，因为这些套利者厌恶风险，也拿捏不准投资者的情绪什么时候会来个大掉头。

股市存在噪声投资的证据如下：跟风；根据谣传行事；迅速改变自己的投资组合；卖掉绩优股（挣回了一笔要扣税的收益），却留下表现糟糕的股票（倘若及时脱手，这笔亏损是可以抵税的，但留在手里不卖，就没法用来抵税）；为糟糕的管理业绩支付庞大的共同基金费；仿效他人，使用愚蠢的技术交易策略，掉下了深深的市场悬崖。

人们对这种行为的原因尚知之不详，但心理学研究给出了一些倾向性的暗示。这些倾向包括：人们厌恶风险，讨厌损失多过渴望收益；这解释了持有亏损股却卖出盈利股的非理性做法。人们还爱根据过去的模式来预测将来的事（如预测未来10年的收益增长率等于过去10年），从而歪曲了将来不确定事件发生的概率。

从理论上说，明智的套利者能纠正这些偏差并从中获利，有效市场理论自然也就稳住了阵脚。但需知套利是一种有风险的买卖。既然今天存在错误的定价，明天恐怕照样存在错误的定价。倘若股票的价格远远高于它的价值，套利者会卖空它，之后静待市场的纠正。但很有可能，套利者已经眼睁睁地等到了自己非填补空仓不可的时候了，市场的纠正还没到来。又倘若股票的价格低于其价值，套利者会买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并等待价格上涨。可市场的纠正说不定会用掉很长的时间，在此期间，套利者完全可以把资金配置到其他能带来更高回报的地方。

还有一种可能性：个体的理性行为结合到一起，却带来了不理性的结果。生意场上随时都有这种事发生。比方说，空调发明之后，商店花了大量资金安装它，希望获得竞争优势，可一旦所有的商店都这么做，安装空调所带来的竞争优势就荡然无存了。这就是为什么你会在郊区的十字路口上看到四个岔口上都开着加油站。巴菲特也举过类似的例子，他说看游行的时候，人人都觉得稍微踮起脚来会看得更清楚，可一旦人人都踮起脚来，事情就变回老样子了。

尽管经济学领域的思想前沿产生了这些有关市场如何运作的意义深远的洞见，但许多顶尖的经济学家还是觉得它们只不过是主题曲里的小变奏罢了。有效市场理论的信徒们承认，理论可能的确有偏差，但偏差全是因为偶然才出现的。比如尤金·法玛就争论道，对信息的明显过度反应跟对信息的明显反应不足，两者是同样常见的；某些事件发生后，获得连续反常收益的可能性，跟相同事件发生后连续反常亏损的可能性一样大。

所以，顶尖经济学家都认为，不利于有效市场理论的新证据并没有增加太多实质内容。他们还是死守着基于有效市场理论的投资工具不放，朝着以实践应用完善理论的宏图大业继续前进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相关理论概况

有效市场理论告诉我们，特定的信息集合充分反映在了上市证券的价格当中。然而，这类完全反映在股价当中的信息到底指的是什么意思，有效市场理论并未提供任何判断基础。因此，需要有一套资产定价理论。它由两个流行概念构成：现代投资组合理论，负责为资产定价打基础；资产定价模型，也即资产定价的一般范式。

现代投资组合理论

随着20世纪五六十年代随机漫步模型和有效市场理论的建立，另一名诺贝尔经济学奖得主（1990年和夏普共同得奖），纽约城市大学的哈里·马科维茨（Harry Markowitz)也建立起了现代投资组合理论（modern portfolio theory，MPT)。它的基本思想是，将若干不相关的股票装进一套投资组合当中，这样，整个投资组合的波动性就会低于组合中单只股票的平均波动性。

现代投资组合理论提出，所有的投资都可归结为两点基本要素——风险和收益，它假设投资者厌恶风险，愿意牺牲收益以回避风险，并为承担风险而要求获得更高的收益。这套理论还说，为解决对风险的厌恶情绪，这样的投资者最好是进行组合投资，在既定的风险水平上获得最大的预期收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一笔投资的预期收益率是它在各种可能性下的所有收益的加权平均值，而该投资的风险，则是所有可能收益在预期收益率范围内的方差。根据投资组合理论，一套投资组合的预期收益率是单笔投资预期收益率的加权总和；但它的风险并不一定是单笔投资风险（或收益率方差）的加权总和。

故此，现代投资组合理论的核心观点是，由于单笔投资回报率的差异可以降低投资组合回报率的方差，投资组合的风险就成了单笔投资较组合整体的方差函数了。这就意味着投资组合的风险通过组合的多元化降到了最低限度。

现代投资组合理论对风险的认识还有另外一个重要的意义。对于任何股票，风险都可以分成两部分：系统性风险和非系统性风险。系统性风险（有时也称为市场风险或不可分散风险）的产生，是因为股票有着随所在市场变化而发生变化的倾向。非系统性风险（有时也称为独特风险、残余风险、特定风险或可分散风险）则来自个股本身的特殊性质。

依照现代投资组合理论的多元化概念，非系统性风险可以分散为零，个股的市场收益率就无须把弥补风险的部分包含进去。这样一来，市场回报率就单纯成了系统性风险的函数，也即个股随市场变化而变化的程度。衡量这种风险和收益率是资本资产定价模型的主要目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本资产定价模型

20世纪60年代末，现代投资组合理论和有效市场理论渐趋成熟，资本资产定价理论却才刚刚起步。如今，众所周知的资本资产定价模型（capital asset pricing model, CAPM)是从现代投资组合理论衍生出来的（基本上，它是跟马科维茨一起夺得诺贝尔奖的威廉·夏普发明的）。和现代投资组合理论一样，资本资产定价模型假设投资者厌恶风险。此外，它还假设投资者对预期收益有着理性的期待。根据这一假设，资本资产定价模型认为一笔投资的预期收益率等于无风险收益率加上对前述系统性风险的贴水。

系统性风险是按单笔投资对市场整体的波动程度来衡量的。它把个股的风险溢价（收益率减去无风险收益率）跟市场整体的风险溢价联系了起来。

任一股票的此种联系，都用一个叫β的数值来表示。按资本资产定价模型，高β值的股票比低β值的股票风险更大，因为前者往往比市场的动荡幅度更大——其收益比市场收益表现出更大的方差。

批判和常识

就其本身来说，现代投资组合理论和资本资产定价模型各有若干缺点。首先，在评价有效市场理论时，需要有一套定价模型，这就引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出了联合假设的问题：检测模型的时候，你没法肯定它失效到底是因为市场无效，还是因为使用的资产定价模型有问题。

事实上，前文提到的有效市场理论中的好些异常现象，症结都在资产定价模型存在的缺陷上，并不是因为市场本身无效。这些缺陷往往是因为风险定义得不够精确，或是指定β值不严谨。

对怀疑有效市场理论的人而言，联合假设问题有一个很重要的含义。要证明有效市场理论不成立，你提出的证据肯定不能使用资产定价模型。然而，股价行为的线性或非线性相关，和有效市场理论本身就存在矛盾。因此，只要发现连续股票价格里存在线性或非线性的相关性（见下一章），就意味着有效市场理论不完善。这里不存在所谓“错误指定”了资产定价模型的其他解释。

此外，资本资产定价模型认为，一笔投资的预期收益跟该笔投资所在的投资组合的预期收益呈线性相关。这种线性关系是β值给出来的，反过来，β值又是资本资产定价模型的理性预期假设所规定的。

如果人类行为本身就跟理性预期假设不一致，那就没必要相信存在这么一种线性关系了。换言之，也就是说股票市场不是线性，而是非线性的。要是这样的话，β值就不能准确地测量风险了。

最后，资本资产定价模型里用到的理性预期假设要求投资者有着同质的收益预期；反过来，这又要求投资者使用相同的方式评估信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

息、理解信息，它甚至还要求所有投资者在相同的时间范围内评价投资机会。这些要求显而易见是不靠谱的。近来，各方文献对资本资产定价模型的批评也主要集中于此。

研究文献显示，特定股票的需求对价格变化是很敏感的，就像大多数其他商品的需求一样。随着价格的变化，投资者对该股票的胃口也不一样了。所以，市场无法描述出一只股票的正确价格，因为根本就没有正确的价格这种东西。就算是理性人，也不是同质的机器人；他们再理性，对信息也会有不同的阐释，对企业未来现金流的现值也有着不同的判断。

古典主义经济学理性自利行为模型，只有80%的时候正确。信奉这套理论的人忘了经济学奠基之父亚当·斯密一直在强调的东西：经济生活是嵌在社会生活里的，由于社会习惯和环境的影响，经济主体在做决策的时候，并不单纯是从经济角度出发来算计。这就是为什么在亚当·斯密的时代，现在的“经济学”会叫做“政治经济学”。

倘若说社会科学的其他部分应当回归经济学，那么再往里面加点来自硬科学领域的物理也并无不可。不妨回想一下，随机漫步模型之所以得名，是因为公共资本市场似乎服从布朗运动的原则，而布朗运动指的是分子运动的随机状态。不过，分子是没有知觉的，而严格地说来，价格却是终极知觉——人类行为——的创造物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出于这个道理，常识认为，价格和分子不能划等号。更何况，当前物理学已经进入非线性动力学和混沌理论的层面，远远超出了布朗运动的范畴，这为我们怀疑、反思这个比喻是否成立提供了更进一步的理由。

我们在下一章将会看到，这个比喻早就被批判得体无完肤了。不过，在这之前，让我们暂停一下，来看看常识是否认为"β"能衡量风险。"β"衡量的只是一只股票的价格波动性。如果你坚持认为可以把“风险”这个词跟这一量度联系起来，最多也不过意味着"β"抓住了股票价格上下回旋的风险。对市场分析师而言，这样的量度或许有些用处。

但对商业分析师来说，价格波动这种工具于分析无益，"β"也一样。商业分析师看重的东西或许可以称为“商业波动性”，以一家企业盈利或现金流的波动作为衡量其将来业务绩效的基础。收益和现金流就是企业的价值所在，事关重要；市场价格却不然，因此商业分析师对"β"不感兴趣。

随着20世纪60年代末数学式投资方法开始大行其道，格雷厄姆宣称，把价格变化的波动性理解成风险，“对做出理性的投资决策弊大于利，因为它太看重市场的起起伏伏了。”有效市场理论力争抵消这方面的异议，它认为，市场波动就是反映了信息变化的理性价格变化，仅此而已。可有些事情并非如此简单。在这一点上，查理·芒格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很爱引用爱因斯坦的一句话：一切事情都应尽可能简单，但太简单了也不行。格雷厄姆仍然是对的。

[1] 这也就是说，在实际环境中，要证明数据的独立性比证明数据的不相关性更难，但两者得出的结果基本上相同。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第3章 混乱的市场

上一章概述了给我们带来“现代金融学”的一小群获诺贝尔经济学奖精英们的看法，如今的投资者可以从中学到不少东西，可照单全收绝对要不得。虽说有效市场理论门下没有几个有脑袋的门徒会对强式有效怀有太大的信心，但半强和弱式有效——外加现代投资组合理论和″β″——却已经在学术和大众投资领域把持了将近30年的主流地位。

这些假说完全基于简单的线性分析和思考，所以，它们的描述能力和规范性影响大有问题。随着人类在各个领域的努力，知识不断向前发展。要给市场行为制作模型，技术带来了比有效市场理论及现代金融学其他内容发展成长时更好的方法。依靠新技术所得到的结果，跟之前的结果截然不同，而且，它们肯定格雷厄姆对“市场先生”的常识性直觉。

新浪潮

股票市场交易中存在噪声，表明随机漫步模型和有效市场理论使用的线性测试存在缺陷。噪声理论说明，公共资本市场的信息处理性能过分迟钝，无关的信息或噪声反而排挤了有关企业潜在价值的根本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

信息。在这样的反馈系统之下，面对信息，个体要么过度反应，要么无所作为。

反馈过程是非线性系统的特点。它们表示原因和结果之间（如新闻和股价变化）有着非比例的关系。人们完全尚未意识到噪声理论这一见解的威力。要理解股票市场行为，理解投资者和管理者应当如何思考市场和市场价格，弄清线性和非线性之间的区别是根本。

线性意味着比例：一个变量的变化使得另一指定变量出现等比变化。比方说，资本资产定价模型就是线性的，因为它断言股票的预期风险跟"β"有着直接的比例关系。

有效市场的线性体现在两个方面。首先，弱式有效背后的统计模型是简单的线性回归分析；相关系数表明的是变量在一段时间内跟基准直线有着怎样的相关性。换句话说，检验时间序列数据的相关性，就是用一条直线和数据对比，然后计算其相关系数。

其次，有效市场理论的半强式是线性的，因为根据它的定义，信息变化和价格变化之间有着成比例的关系。尤其是，半强式有效认为，信息会不带偏差地立刻整合进价格。换言之，有关企业价值的信息变化以及随之而来的代表前述企业的金融资产（股票）价格变化，存在比例关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与此相反（容我稍做简化），非线性意味着不存在比例性：一个变量的变化会造成另一个变量的变化，但两者之间不成比例性，而是指数性的。举个常见的例子，一根稻草最终压垮了一头骆驼，这就是非线性的关系，因为成因和结果之间完全不成比例。

股价的波动、市场高涨或崩盘，往往是因为之前已经积累了大量的信息，只不过，最后一点增量的信息成了“压垮骆驼的最后一根稻草”。要是有一家公司宣布，该公司的盈利恐怕不如先前预期那么强劲，它本身的股价可能会大幅跳水，但市场整体恐怕不会有什么太大的反应。可要是过了几个星期，该行业有更多的公司发布了同样的消息，华尔街就会紧张了。该行业所有的股票有可能突然猛跌，这一冲击甚至会蔓延到整个市场。到了某个点，华尔街上就哀鸿遍野了。

市场对少量新信息的反应可能很慢，也可能过度，这当然是噪声理论的解释。只不过，线性和非线性系统的区别远远超出了噪声理论的范畴，因为噪声理论本身还拘泥在有效市场的范式里。非线性动力学和混沌理论打破了这种束缚，以更宽广的视野观察投资者和市场行为，对公共资本市场的现象提出一种完全不同的认识。

这里并不存在什么先验性的理由，非要人相信公共资本市场是线性系统，不是非线性系统。故此，要理解这类市场，有一个问题必须首先考虑：它们到底遵循的是线性流程还是非线性流程。为研究这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

问题，人们使用了许多新技术，远比设计随机漫步理论模型时要复杂和成熟。

20世纪六七十年代，甚至80年代初使用不了这类技术，原因之一在于那时候没有足够强大的计算机系统。这种计算机系统不仅要能迅速地处理数据，还要能处理超出简单的线性数学模型之外的数据，计算多维数据流的曲率。而现在，有了这类资源的帮助，研究人员重新上路了。他们从原先的共识入手，即实证研究表明，除了一些反常现象外，随机漫步还算准确地对股票价格做了描述。接着，他们继续深入下去。

深入工具之一，其实可以追溯到20世纪初。它是水文学家赫斯特（H.E.Hurst)建设尼罗河大坝时设计的。赫斯特必须根据降雨模式确定水库的排水方式，以便维持水库的水位。

为理解水库系统如何运作，赫斯特记录下每天中午的水位，并算出了变化范围（基本上也就是高水位、低水位和平均水位之差）。如果变化范围随观察记录下来的数字等比例提高，人们便可以得出结论：水库系统是随机的。反之，如果它不是随机的，且表现出一定的模式，那么，只要知道其中之一，水文学家便可以确定水库的排水方式了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赫斯特设计了一种叫做“H指数”的简单工具，用来判断水库变化范围的扩大到底是随机过程，还是更倾向于模式化行为。数学细节这里就略过不提了，总之，如果一个系统的H系数等于0.50，则系统是随机漫步的。也就是说，任何特定的一种运动跟在另一种运动之后出现的概率都是五五分，故此也就是完全碰运气。

如果H小于0.50，则该系统是均值回归的。意思是说，倘若在若干次观察中，该系统呈上升状态，那么，在接下来若干次观察中，它很可能会下降，反之亦然。如果H系数大于0.50，系统是相关的或持久的：在若干次观察中，系统呈上升状态，那么在接下来的若干次观察中，它很可能还会上升；反之亦然。比方说，H为0.60，那么正向运动之后仍然出现正向运动的概率为60%。

H可能随时间而改变。举例来说，H可能有些时候超过0.70，接着降到0.50附近，而后再次增加。H值不等于0.50期间（也即在回归0.50附近之前）的观察次数（或时间期限），是衡量该系统平均周期的尺度。

假设H在一段时间内持续超过0.50，这一时期的长度就是衡量该系统记忆性的尺度——也就是说，过去时间对当前和未来事件的影响程度。在投资分析领域，它衡量的是投资者可以充分利用信息、占取优势的时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20世纪90年代，一些市场分析师想到，也可以把H指数用到市场上，判断市场是否随机。有一个人甚至出版了他所得的结果。波士顿的一位基金经理，埃德加·彼得斯（Edgar Peters)把H指数用到了从1950年1月到1988年7月间（整整38年）每个月的标准普尔500指数数据上。

彼得斯发现，在大约4年的平均周期里，H是0.78，也就是说，标准普尔指数里头有着很强的持久性因素存在，并不完全是一个随机过程。然而，一旦超过了4年的平均期，H就跟0.50没有太大的区别了（实际H值为0.52）。因此，彼得斯得出结论，4年一过，标准普尔500指数就丧失了记忆性。故此，标普500指数不是随机的，平均而言，今天的事件会持续影响将来4年里的股价。

又一波新浪潮

市场混沌行为的研究，把经济学家的完全竞争市场之梦打了个粉碎。赫斯特的H指数表明，市场并不如有效理论的假设，它不是线性的；而最初从物理学混沌理论发展出来的原则，对有效市场理论中市场理性的假设也提出了怀疑。

1987年詹姆斯·格雷克（James Gleick)出版的畅销书《混沌》（基本上就是对自然科学领域的混沌做了一番通俗的介绍），让混沌理论流行开来。1988年，圣菲研究所（Santa Fe Institute)出版了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本专著，凸显了混沌理论在经济和金融领域的潜在角色。之后，多恩·法摩尔（Doyne Farmer)和诺曼·帕卡德（Norman Packard)又将它轰轰烈烈地带入了“物理金融学”的领域（也即物理和金融的融合学科）。这两人在物理金融学上的探索，托马斯·巴斯（Thomas Bass)在1999年出版的《预测者》(Predictors)做过详尽介绍。由于这些作品广为传播，混沌理论在经济和金融系统非线性动态行为的研究中变得日益重要，发展迅速。

通过混沌理论，物理学家发现，宇宙中许多以前认为是随机（不可预测，没有表现出模式）的现象并不随机，而是有着明显的模式。简单地说，混沌理论认为，宇宙中出现的事件，看似随机，其实有模式可循。因此，表面上的随机系统（只包括传统线性模型下的随机运动或行为）说不定是确定的，或是表现出更复杂的内在依存性，只不过，这种依存性超出了简单线性模型所能揭示的范围。

混沌理论起源于19世纪法国数学家和物理学家亨利·庞加莱（Henri Poincare)的研究。庞加莱研究的是著名的三体问题。牛顿利用运动定律和万有引力法则证明，人能够准确地计算出两个互相吸引的物体将来的位置和速度。然而，不管是牛顿，还是之后的任何人，都没能计算出三个或三个以上互相吸引的物体将来的位置和速度会是什么样子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科学家们在发送太空探测器上火星和其他星球时，反复碰到这个“三体问题”。他们绘出航线图，说明探测卫星到达时，目的地行星（不是发送探测器的那颗行星）正处在自己轨道上的什么位置。但不管怎么测绘，总是必须进行中途修正，因为牛顿物理只能准确预测两个物体之间的相互作用，碰到三个物体，就无能为力了（好多探测器就这么在太空里迷失了）。庞加莱把三体问题归结到多体系统本身固有的非线性上，因为“初始条件上的细微不同，会在最终现象上造成极大的差异。在前者上出一点小错，在后者上就变成了大错”。这一看法，也即现在混沌理论的核心内容，叫做“对初始条件的敏感依赖性”。

说到对初始条件的敏感依赖性，典型的例子就是气象学里的蝴蝶效应。它的首倡者是20世纪60年代初麻省理工学院的气象学家爱德华·洛伦茨（Edward Lorenz）。他说：“事关气象的动态方程对初始数据非常敏感，这个地方的蝴蝶扇没扇翅膀，说不定就关系到另一个地方发不发龙卷风呢。”

假设有一块空荡荡的冰球场。一个人在场地中央放置一枚冰球，然后朝球场的另一头击打它。他测量了击打的角度、冰球受力的角度，以及冰球反弹的角度。随着冰球在球场周围不断反弹，他继续记录冰球的受力和反弹角度。

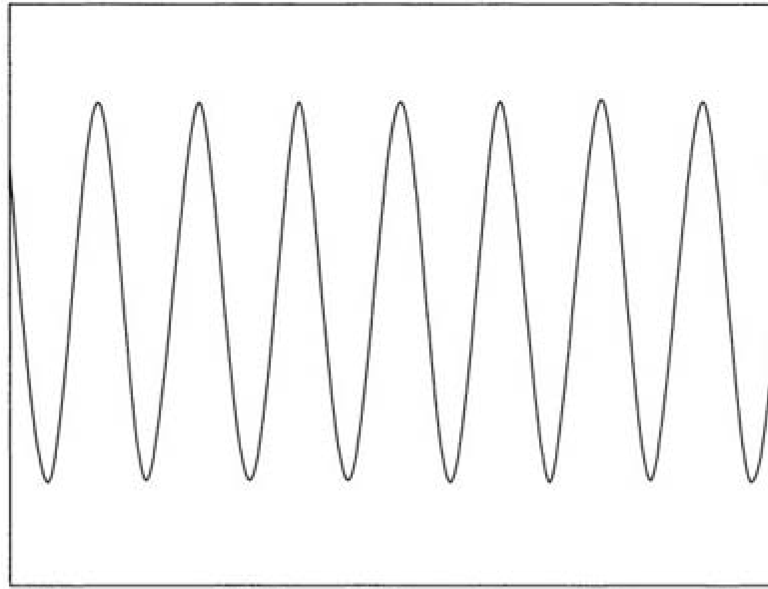
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

假设没有摩擦，冰场上冰球的运动规律是这样的：它撞上围栏的角度，总是等于它从围栏反弹开去的角度（类似的事，打台球的人应该很熟悉）。这样的规律意味着我们确立起了一套确定性的系统，在这个系统下，冰球将来的位置总是能够精确预测出来的（假设已知它的实际或平均速度）。

但现在假设冰球最初的位置偏差了小小的几度，这个变化非常小，测量的人根本就没观察到。等冰球撞击了围栏一两次之后，预测者预测的位置说不定就不准确了——尽管只有一点点的误差，可以忽略不计。可随着冰球之后又一次次地撞上围栏，误差量将呈指数倍扩大。很短的时间里，预测就会错得离谱了。

因为冰球初始位置测量上出现的误差，让冰球的运动显得随机和不可预测；但要是一开始测量准确，也就能准确预测了。混沌系统的标志性特征，正是这种对初始条件的敏感依赖性。为了测明敏感依赖性的存在，洛伦茨和他的后继者们开发出了一些有趣的工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



图形与吸引子

传统上，时间序列数据是用传统的坐标几何来绘制的。例如，要绘制一只股票价格的时间序列，那么，价格就标示在纵轴上，时间标示在横轴上。

在物理学中，惯常的坐标几何图形可以变成一种更强大的图形，也即绘制在相空间的“相图”，它能描绘出一个系统存在的各种变化可能性。为了说明时间序列数列的坐标几何图与同一数据的相图有什么样的异同，我们使用钟表这个经典的例子，同时引入“吸引子”的概念。

不妨设想一台受机械力驱动的稳定钟摆。它会以一个稳定的速度来回摆动，除非我们关掉它的动力，否则它是不会停下来的。如果用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

坐标几何图来描绘这台钟摆的运动，它会是一条上下波动的线，随着时间的推移，它的高度保持不变，如图3-1所示。

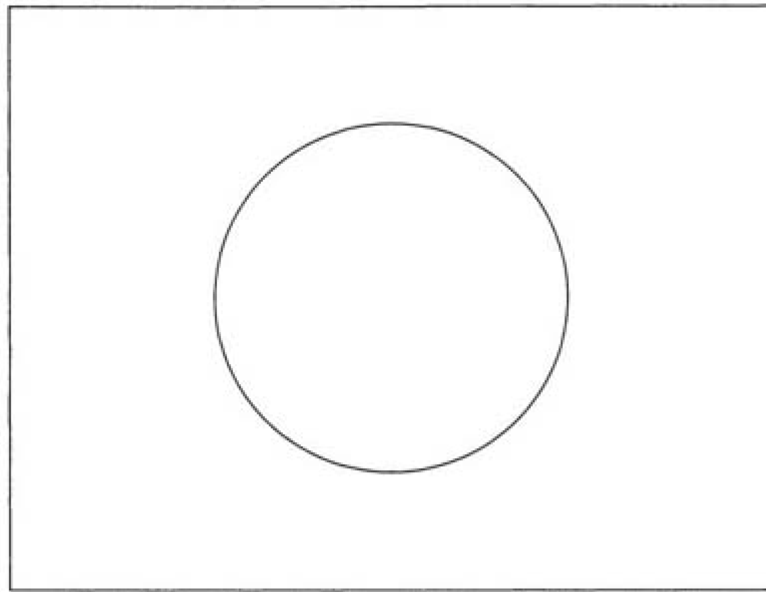


图 3-1 受力钟摆的时间阶段图

我们可以把受力钟摆的相空间图预先设想成一个矩形。在相空间的任何时刻，钟摆的角度都决定了一个点在横轴上的位置，而速度则决定该点在纵轴上的位置。故此，相空间的钟摆图会形成一个环，说明钟摆的连续运动重复通过相同的位置序列，如图3-2所示。这种不断的重复就叫做一个有限循环，或一个极限环吸引子，因为钟摆（可称之为一个系统）只受这唯一一个（有限）循环的吸引。

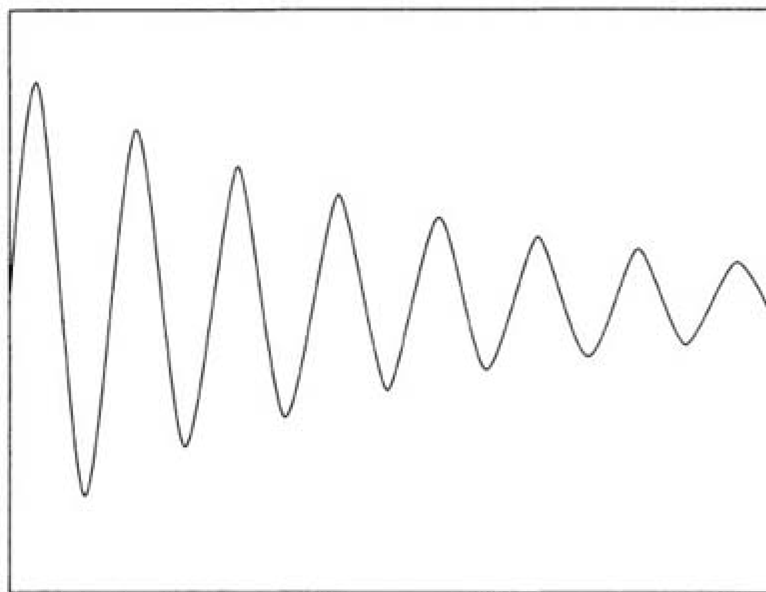
图 3-2 受力驱动钟摆的相空间图：“极限环吸引子”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再来想想不受持续机械力驱动的钟摆，你要先手动地把它拉到轨道的一端，再松开手。因为没有持续的机械力驱动，钟摆会来回摆动，速度渐渐放慢，越来越接近静止。对这种不受力的钟摆进行解析几何描绘，一开始是跟前述受力钟摆同样的上下波形线，但这条波形线的高度会随着钟摆的速度放缓而逐渐降低，如图3-3所示。

这种钟摆的相空间图，一开始也会显得像是要形成圆环的样子，但由于它的速度不断变慢，图形会随着钟摆放缓而螺旋向内。相应的，图形会趋近于原点，如图3-4所示。本例中的原点，叫做点吸引子，因为钟摆（或系统）受唯一的一个点所吸引。

描绘这种图的另一种方法是，把相空间设想为解析几何时间序列图的侧视图。实际上，它就是从收缩的那个侧面看摆动时序图的样子。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图　3-3　不受力驱动钟摆的时间序列图

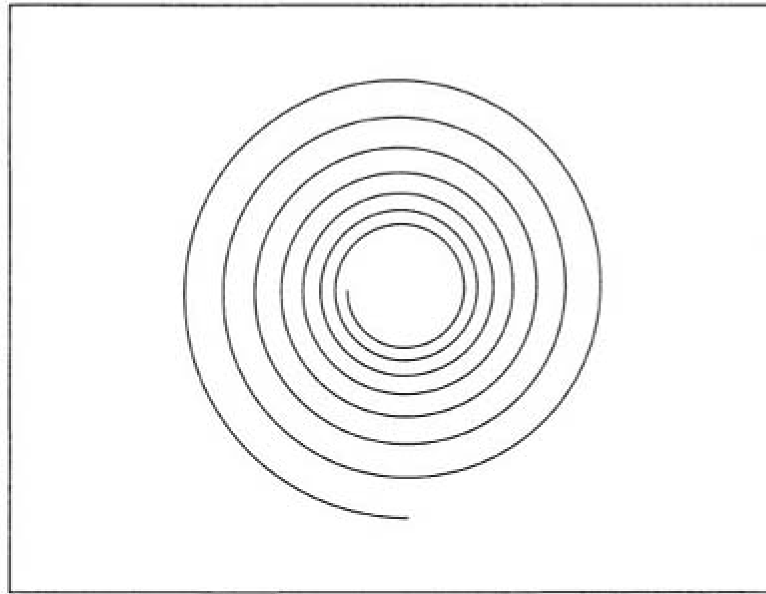


图　3-4　不受力驱动钟摆的相空间图：“吸引力子”

现在来考虑第三种吸引子，也即物理学家所说的“奇异吸引子”。奇异吸引子描述的系统是这样的：该系统的相图既不是一个圆环，也不是螺旋形，而是显现出一些看似随机的轨道：它们既不重复，也没有周期性。然而，它们的运动范围是有限的。换句话说，相图存在于一个有限的空间，但在这个有限的空间里，有着数量无限的解。

请看图3-5和图3-6。图3-5描述了一个模拟天气系统的时间序列图，它暗示行为是完全随机的，类似典型的股票市场价格图。图3-6描述了相同系统的相图，揭示了一个奇异吸引子。我们还是可以把图3-6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看成是时间序列图3-5的侧面图，概述了解析几何图形在相空间的表现形式。

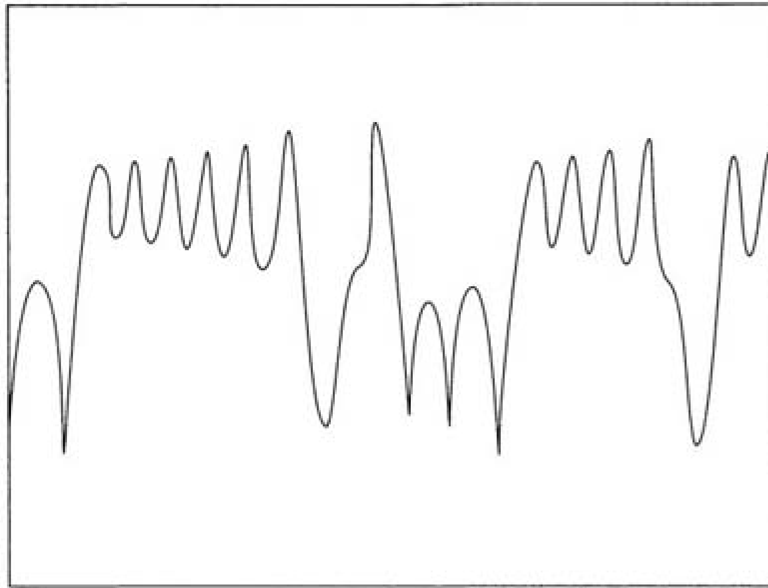


图 3-5 模拟天气系统的时间序列图

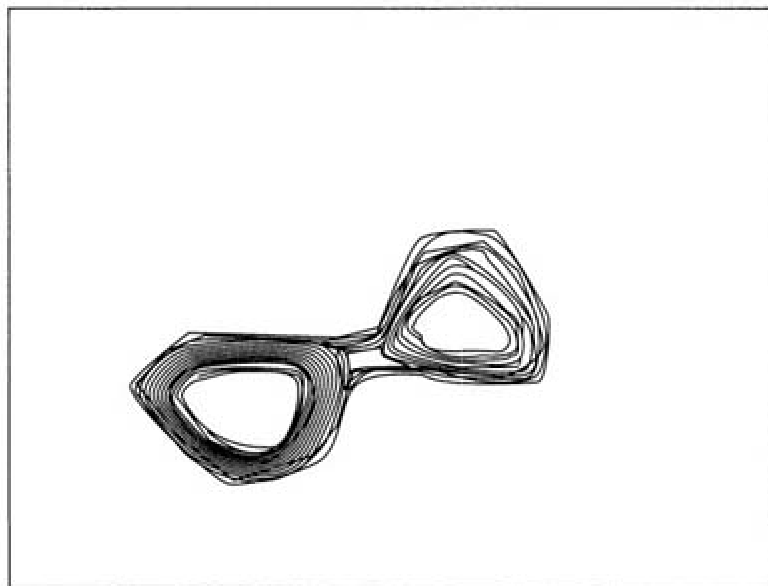


图 3-6 模拟天气系统相图："奇异吸引子"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

极限环吸引子和点吸引子没有表现出对初始条件的敏感依赖性：不管从什么地方开始，不受持久机械力的钟摆总会停在原点（也即它的点吸引子），而受力钟摆则会永远在轨道上循环（也即它的有限循环吸引子）。

包含了奇异吸引子的系统，则对初始条件表现出了敏感依赖性：系统在将来某个时刻所处的位置，是由系统开始的地方（或它之前所在的地方）所决定的。

拉伸

相图绘测的是，一个变量相对于其他所有变量的可能值会出现的值，故此，也就描述了一个系统可能出现的所有状态。相空间的维度等于所述系统中的变量数。一个系统是否表现出对初始条件的敏感依赖性，是由所谓的“李雅普诺夫指数”（Lyapunov exponent，LE，因其发现者，俄罗斯数学家亚历山大·李雅普诺夫而得名）所决定的。

李雅普诺夫指数衡量的是一个变量在相空间相较于另一个变量的速度。正李雅普诺夫指数衡量的是相空间的拉伸：一个变量对另一变量的发散速度。负李雅普诺夫指数衡量的是相空间的收缩：系统受干扰后的还原速度。故此，点吸引子和极限环吸引子的李雅普诺夫指数绝不为正，因为这类系统总在收缩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对点吸引子而言，它的维度总是收缩到一个固定的点上，也即原点；对极限环吸引子，所有的维度都会收缩到除了因其相对位置不变而创造了整个循环的那一点之外的另一点上（因此李雅普诺夫指数为0）。对奇异吸引子来说（也包括并未对初始条件表现出敏感依赖性的系统），至少有一个李雅普诺夫指数为正，这样附近的轨道上才会存在发散。

创造李雅普诺夫指数的作用是跟信息理论联系起来，确定以二进制计算机语言传递的信息得到正确理解的可能性。它衡量了随着额外比特的信息加入系统，沟通不确定性的增加情况。

为了应用到公共资本市场上，衡量我们对当前条件的认识，人们把信息比特的概念做了重构。举例来说，在股票价格数据（如每日收益）的一段时间序列上，正李雅普诺夫指数指的是信息量或预测力每天的损失。

比如，李雅普诺夫指数是每天0.05，意味着信息在20天以后就变得毫无作用（也即1/0.05）。因此，李雅普诺夫指数衡量的是信息在特定时间内做预测的可靠性。

波士顿基金经理彼得斯同样用月度数据，计算了标准普尔500指数（1950~1989年间）的李雅普诺夫指数。他的计算结果是，李雅普诺夫指数稳定等于每月0.024 1。每月的李雅普诺夫指数等于0.024 1，意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

味着信息的可靠性以每个月0.024 1的速率在衰变，因此，从这一尺度来看，系统的平均周期长度大致等于三年半（1/0.24 1约等于42个月）。请注意，这一结果跟彼得斯用H指数所做的分析是差不多匹配的。

彼得斯还计算标准普尔500指数（1928~1990年）90日交易数据的李雅普诺夫指数，此时该指数等于每90天0.098 83。这一结果跟月度李雅普诺夫指数和H分析计算的结果是基本相符的：系统的平均循环周期长度约为4年（1/0.098 83约等于10个90交易日周期）。基于上述计算，公共资本市场表现出了对初始条件的敏感依赖性，属于混沌行为而非简单的线性有效行为。

分形

检验混沌的另一种方法是判断系统是否具有分形维度。有着分形维度的系统不服从欧式几何定律。欧式几何从维度上对自然做了简化和组织：欧氏几何里有点，点没有维度；有直线，直线只有一个维度；有平面，平面只有两个维度；有立体，立体有三个维度。这样的简化其实是试探性的：自然物体并不完全与之吻合。然而，直到分形几何确立起来以前，我们要应付的就只有这些维数。

分形几何是由数学家兼科学家伯诺伊特·曼德勃罗（Benoit Mandel-brot)最初确立的，1993年，他赢得了沃尔夫物理学奖。他观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

察到，自然物体并不像欧式几何描述的那么简单："云不是球形的，山也不是锥形的。"又比如，一张纸，折叠有限次之后，该如何把它用欧式几何归类呢？

它不是纯粹的三维，因为它没有固定的形状（它有折痕，有裂缝）。（从数觉的角度来说，它的整个表面并不是完全可分的。）它也不是二维的，因为它有深度。事实上，它的维度介于二和三之间。这一性质使得这张折叠过的纸分形了：它的维度是一个分数（2.X）。

对时间序列数据而言，维数取决于数据所属的系统是随机的，还是非随机的。如果系统是随机的，那么来自该系统的数据会表现出这种随机性，并有一个尽可能最大的维数。假设数据写在一张纸上，那么数据的最大维数就是2（也即纸张本身的维度）。此时，数据填满了一个平面。

如果一个系统是非随机的，来自该系统的数据也会表现出这种非随机性，同时体现出分形维度：数据不会填满平面，而是重叠在一起。重叠在一起，表明相互关系在影响数据（也即，使得它非随机）。

随机和非随机时间序列的这些不同特性，可以用另一种不同的方式来理解。比方说，一张折叠的纸，我们一般认为是三维物体，但也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以看做是将一个分形嵌入了大于它自身的维数上。这个较大的维数，就叫做嵌入维数。

分形在放置到嵌入维数时，仍保留着自己的分数维；随机分布却不然。因此，不同于非随机分布，随机分布会填满自身的空间，就像气体充斥了容器那样：气体分散开来，因为它们的分子并不是绑在一起的。当然，这就是前面讨论过的布朗运动的显著特征。

彼得斯计算出标准普尔500指数的分形维数是2.33，他还计算了全球其他股票市场的分形维数，它们无一例外都是分数。日本股市是3.05，德国是2.41，英国是2.94。其实，这就是股票市场并不符合有效市场描述的最有力证据。

复杂性

爱因斯坦说“时间在不同的情况下以不同的方式运行”，不妨从这个角度来想想1987年的股市大崩盘（以及其他市场暴涨暴跌的时期）。有一个直观的例子可说明市场崩盘表现出了混沌行为。首先，从非线性的视角来看待市场时间，交易量巨大的时候，时间扩展（加速）；交易量稀少时，时间压缩（放缓）。市场时间具有速度（内在时间）的证据，我们可以从价格的持续性和不连续性上看出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在混沌理论的描述中，价格的持续性叫做“约瑟效应”，它源自大家都很熟悉的圣经典故：约瑟为法老王释梦，说七丰年之后是七荒年。出现明显的牛市和熊市，且持续相当长的时间，就是这一现象在公共资本市场里的体现。

定价的不连续性在混沌理论里叫“诺亚效应”，取自圣经里大洪水的故事。公共资本市场在价格变化上表现出诺亚效应。举例来说，IBM的开盘价是50，收盘价是30。这并不一定意味着在该交易日的某些点上，投资者可以用40（或50到30之间的其他任何数值）的价格买入IBM公司的股票。相反，股票价格的变化是不连续的，这一时刻，它可能以45的价格交易，下一时刻，可能连35都卖不出去了（这种事，短线炒家见得很多，下一章我们会做进一步的讨论）。

价格持续性（约瑟效应）和不连续性（诺亚效应）的交替存在表明，自然的顺序时间——线性概念——并不是衡量公共资本市场现象的最准确计量尺度。当价格不连续性（诺亚效应）占优势时，市场会出现大幅波动，市场定价相对不稳定，因为内在时间和交易活动比自然时间和信息收集要快。当价格持续性（约瑟效应）占主导地位时，价格相对稳定，因为内在时间跟自然时间大致相等甚至稍慢。

时间的内在速度可能跟自然时间的速度有所不同。价格变动甚至会先出现于信息变化。投资者和其他市场参与者既不完全吻合同质期待的线性假设，也不同于噪声理论里的普遍不理性假设。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相反，投资者有着多种多样的期待，这些期待有可能是理性的，也可能是不理性的，它们可根据若干变量来界定。在这些变量里，最主要的一条是投资者设定的投资时间范围，有些非常短，比如短线炒家；有些非常长，比如中央银行。

不同时间维数的值域造成了约瑟效应和诺亚效应、价格的持续性与不连续性，造成了过早或过迟的信息调整。短线炒家对新信息的反应更快，长线投资者的反应较慢。因此，信息的变化不会带来价格的等比变化。事实上，要是短线炒家的数量远远超过长线投资者，波动性会增加。

由此造成的变化构成了新信息，此时，还是根据离散时间维数的范围，价格再次发生了一轮变化。光是多种多样的投资者和时间维数就够复杂了，金融市场的愈发全球性，把情况变得更复杂了：消息本身是动态的，一般24小时里就能传遍全球，影响到东京，接着又来到伦敦/法兰克福，再接着来到纽约，然后继续绕着地球跑。

在这样的现实里，市场面对信息做出及时且毫无偏差的调整，显然叫人难以相信，可这也不一定就说，市场所有的事先或事后调整，都是非理性的噪声交易造成的。理论上，在完全竞争市场中，增量信息的变化应该会使价格发生成比例的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但信息变化并不会带来成比例的变化。从混沌动力学的角度来看，这些不成比例的变化可以看做最初测量误差导致价格随时间推移产生指数倍变化的结果（类似冰球和蝴蝶效应的例子）。

行为金融学

这些系统的复杂性和价格黏性不仅为怀疑有效市场理论提供了新的原因，也为人们观察到的股票价格非线性依赖性以及可能存在的混沌现象提出了一部分的解释。毫无疑问，它们表明市场行为比有效市场理论说的更复杂。这对市场有效是个坏消息，对承认现实的投资者却是个好消息。

经济学家在解释一部分的市场过程时，有效市场理论仍然是很有价值的——公共资本市场的交替性，或许既包括了随机因素，也包括了非随机因素。但是，这里的部分有效性，不管什么时候都不能理解成是“相对有效”，“合理有效”，“充分有效”，或者“比无效要有效”——1987年股市崩盘动摇了人们对有效市场理论的信心之后，该理论的好些追随者不得不做出如上的争辩。

1987年以来，各大院校的新一代的经济学家也开始对有效市场理论发起挑战。耶鲁大学的罗伯特·席勒首倡了一门名为行为金融学——涵盖了经济学、心理学、生物学、人口统计学、社会学和历史等多个领域——的新学科，向有效市场理论的数学基础提出了怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行为金融学的开拓者们找到了大量证据，支持了巴菲特的两大常识性主张。其一是，股价的短期高低起伏，分开了价格与价值，可从长期视野来看，价格必定要跟价值挂钩。正如哈佛大学的安德烈·施莱弗（Andrei Shleifer)对此研究总结道：“相对于资产或收益有着非常高估价的股票（成长股或热门股），往往是过去几年有着超高收益增长率公司的股票，将来会赚取相对低的风险调整后回报，而估价低的股票（价值股）则赚取相对高的回报。”

第二是，证据显示，就长期而言，投资后一种股票（“价值股”这个标签虽然不怎么对，但对简化讨论倒挺有用）能带来优厚的回报。根据测量，施莱弗和同事们整理的证据表明，从长期看，“价值股”比“成长股”每年的收益要好上8%~10%。

早在1981年，席勒就指出，股市的价格太不稳定，根本不吻合有效市场理论。当时，因为他的这番言论，席勒的同行们简直对他“恨之入骨”。但他的研究站住了脚，并吸引到了一小群同道中人，包括前哈佛大学教授、后成为美国财政部长的劳伦斯·萨默斯。席勒检验了价格变化和其后股东分红之间的关系，他发现，现金流异常平稳，而价格变化则很不规律（上下波动）。

席勒和他的同事约翰·坎贝尔意识到，价格变化是基本信息的变化以及对现金流的未来趋势不确定所致。可即便考虑了这些因素，席勒和坎贝尔估计，美国股市每年的收益波动，只有27%从基本信息变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的角度看是合理的。坎贝尔又和约翰·阿姆跟进了这一研究，采用了更新的数据，将这一估计值减少到15%。

市场在某些日子可能是相对有效的，但并非所有日子都如此；又或者，它对某些股票相对有效，对其他股票却又不然。这些研究里提出市场只有15%~27%有效，哪怕我们退后一步，说有效市场理论80%都是对的，可就这样拿市场有效作为管理或投资方案，也错得太厉害了。巴菲特总结说：“说市场经常有效，这样的观察是对的。”可是，市场有效理论的信徒们“进而得出了不正确的结论，说市场总是有效的。这两个命题之间的区别，就如同是白天和黑夜的区别”。这个白天和黑夜的区别，就是格雷厄姆和巴菲特必须意识到的东西。他们两人对用数学解释市场并不热衷，只不过，他们都认为有效市场理论解释不了所有的市场行为。

对于当代经济学家钟爱建立有效市场理论，并把数学模型跟股市挂钩的倾向，巴菲特引用了查理·芒格的一句名言来形容：“有人手里拿着铁锤，就觉得所有的问题看起来都像是钉子了。”格雷厄姆则用亚里士多德的说法：“能判断特定主题在本质上存在多少的精确性，这是人们受过教育的标志。接受数学家给出的不确定结论，要求演说家给出严谨的论证，是同等的不智。”

格雷厄姆得出的结论是：“金融分析师的工作，处在数学家和演说家之间的某个地方。”较之有效市场理论的信徒，行为金融学的先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

驱者们占了一个更好的位置来寻找这条中间道路，但他们承认，理解投资者和市场，他们仍有很长的路要走。我们在下一章将会解释，这桩任务非但没有变得简单起来，反而有可能越来越难了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第4章　波动性的增强

不管是有效市场的故事，还是混沌市场的故事，都不是对市场行为的全面阐述，但它们也并不存在互相排斥。相反，它们描绘出了一个连续统一体的两个端点，一端是完美定价，一端是价格与价值的严重偏离。处在该连续统一体边缘的这两个极点，是价格波动性的函数。价格波动性既可以把价格拉向价值（也即走向市场有效状态），也可以把它们拉开（也即市场无效状态）。

市场行为，到底有多大程度吻合有效市场的故事，又有多大的程度吻合混沌市场的故事呢？很难衡量。依照乐观估计，有效市场理论能解释过去几十年大概80%的股票市场行为，可这里有一个重要的问题：未来吻合它解释的市场行为，会占多大的比例呢？要回答这个问题，我们需要想一想价格波动性的源头，并判断这些源头是朝着更有效的方向发展，还是朝着价格——价值更加背离的方向发展。

导致价格偏离基本价值的波动根源如下：①市场参与者在交易时使用的信息质量；②受交易影响的行业市场很复杂；③市场参与者的纪律性。随着在线和计算机交易的兴起、遍布整个互联网的噪声信息泛滥涌动，我们大概可以有把握地说：短线炒家会让市场躁郁症走向越来越严重的两极失调状态。有效渐衰，混沌却方兴未艾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

信息波动性

股市波动性的第一个源头跟信息变化有关。信息波动既有一个正向（有效）维度，也有一个负向（无效）维度。

市场波动的有效维度指的是，市场能轻松地根据公司基本信息的变化，让价格发生变化。这些信息改变了与该公司未来业务前景相关的不确定性。举例来说，美国最高法院宣布，美国食品药品监督管理局(FDA)没有监管烟草产品的权力，此时，烟草股票的价格变化，就反映出了对监管环境更大的确定性。

这种类型的波动性，是任何市场所固有的。它反映了一个简单的事实：股票市场价格是衡量现金流对股东未来价值的尺度。这一尺度内在的不确定性，意味着有效市场的价格总会在对价值的最佳估计值附近徘徊。但随着信息的变化，有关该价值的不确定程度会变化，价格也会发生相应的变化。

我们很难有理由相信，这种正向信息波动现在比10年前或更久以前变得更好了，或者更坏了。一方面，随着全球化、新技术的普及和迅速变化，企业商业价值的不确定性变得更大了。20世纪90年代末和21世纪初股票价格的大幅波动，有一部分可能就在于这种业务波动性的变大。另一方面，人们有了更优越的工具来衡量、管理业务和财务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

风险，适应这些新的变化。因为好坏因素相互抵消，所以，尚无根据判断正向信息波动将来会变得更好还是更快。

负向信息波动性有另一个故事。有些交易是建立在与企业基本价值无关或不准确信息基础上的，这类交易构成了信息波动性的无效维度。负向信息波动性包括历史悠久的财会造假（第9章会做讨论）以及其他旨在支撑股价为目的的手法（如回购股份，第13章会做讨论）。但这些问题貌似并不比从前更严重，当然也说不上有所减轻。基于裙边效应或超级杯效应的古怪交易策略，也属于负向信息波动性，不过，这些策略倒是变得越来越时髦（也越来越愚蠢）了。

基于不成熟信息、毫无根据的谣言和投机预感、希望、美梦和谎言所完成的交易越来越多，这会加剧负向信息波动性。信息传播方式和速度的变化，在带来了大批高质量信息的同时，也造成了低信息的泛滥。负向信息波动性扩大，导致价格与价值的偏差越来越大。

在传统经济下，有效市场理论看似正确，一部分是因为市场消化的信息，质量比新经济交易环境下要高。主流媒体发挥的重要过滤作用，给传统经济新闻带来了益处。《纽约时报》、《今日美国》、《华尔街日报》和其他名报名刊传递的信息和新闻，一般是靠得住的，因为它们顾惜自己多年的名誉，有高素质的记者，会对信息加以专业的审查。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现在，你仍然可以从这类媒体上获得筛选后的新闻报道，但在你得到这类信息之前，未经过滤的信息早就放了出来，让前者变成了垃圾。从早报和晚间新闻里获得经核实信息的日子几乎一去不复返了。美国人一整天里都不停地接受信息，报纸、广播新闻、永不中断的有线新闻节目、互联网报道，同事们和朋友们唯恐你错过而转来的谣言电子邮件“新闻”。

“及时新闻”的泛滥，扰乱了新闻原有的循环模式。记者从前是在24小时的新闻周期里工作，他们对信息加以收集、研究、采编，之后再印刷出来，现在却是人一到场就开始发布结果。报社记者根据今天的市场行情，以及所有其他新闻出口——有线电视新闻、互联网和传统媒体——流出来的消息播报明天的故事。

可等这一轮新的新闻循环完成之后，报纸上实际登出来的新闻要么成了过时货，要么是没刚发现时那么重要了。为了追求速度，牺牲了新闻的质量。在这个世界里，你能更早得到数据，但你得到的方式跟老式新闻循环下的记者们一样：没有筛选过的一堆草稿。

2000年8月，光纤通信设备制造商Emulex股价暴跌20亿美元，就是这些力量在背后搞鬼。主要的新闻机构，包括彭博社、道琼斯和CBS、Marketwatch.com，发布了一条消息：Emulex的CEO宣布辞职，并打算重新汇报前两年的收益。事后，人们才知道这是一条假消息。设计骗局的是一家新闻机构的前雇员，他知道如何在互联网上发布消息，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那些一心想着爆猛料的组织正好上了当。这起骗局除了搞垮了Emulex的股票，还连累无数其他光纤公司的股票价格跳水，大量纳斯达克的上市企业都受了影响。

经纪公司的网上播报也是负向信息波动性的一个源头。大型券商的分析师越过了传统新闻媒体，直接在自己的网站上发布视频信息。他们对市场情况发表意见，要人关注他们青睐的股票。大多数券商承认，自己不是在报告新闻，但他们说，这是在提供信息。投资者在接收数据时往往忽视这之间的区别，根据它进行交易，却没有意识到这不过是券商的营销手段，并不是受中立性约束的传统记者审核后发布的消息。

但负向信息波动性的最大源头，还要数肆无忌惮地在网上，尤其是论坛和聊天室里发布未审核消息的大小网站。在网络论坛上散布消息很容易，而且大多数时候是匿名的，所以说，网络论坛和大多数只发布信息和新闻传播的渠道不同，它没有任何的过滤性。如果说有效市场理论中市场无所不能的说法叫人很难相信，那么，到了现在，任何人都有能力同时向其他数百万人公开或匿名地散布谎言、谣传、蓄意捏造的假消息，这个概念可谓是荒诞到底了。

随便哪一天，四家最大的投资论坛——雅虎、Silicon Investor、Motley Fool和Raging Bull——都涌动着超过3万条信息。这些论坛供应商没有哪一家会根据准确性筛选信息，帖子张贴之后就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

没人管了。它们还都允许发布匿名信息，发帖人想用多少个不同的名字都行。

连买杯咖啡的钱都用不了，任何人都可以找家网吧登录，在诸多便利匿名发帖、难以跟踪的服务（名字挺可爱，叫“匿名代理服务器”），里选上一种，针对某家公司（或者任何话题），想说什么就说什么。美国证券交易委员会会派调查员定期浏览网站，寻找潜在欺诈信息，也有些公司看到谣言满天飞时会想要解决一下，但这些努力并不能保证你读到的东西真的有价值。

风言风语——也就是传了没多久很快就消停的互联网帖子——要算是负向信息波动里最轻微的形式了，但这些谣言同样对股价有着突出的影响。2000年年初，网上有些毫无根据的说法，说巴菲特的健康状况出了问题，伯克希尔·哈撒韦公司的股价便因此受了影响。1996年，谣言满天飞，说刚推出了“舒伤风”（Cold-Eaze)感冒药的奎格利药厂，其管理层是一伙黑帮分子：公司的股价立刻从37美元跌到了10美元。Cirrus Logic公司总裁兼CEO迈克尔·哈克沃思的遭遇更加出格了，他上雅虎网站，看到有消息说他“久病过世”。

动机比风言风语更险恶，对股价影响更大的是故意欺骗。骗子采用一系列古老的欺骗手法，以极低的成本在互联网上行骗，这么做，被发现的概率是极低的。垃圾邮件就是骗子行骗最廉价的方式。花上几百美元，垃圾邮件制造者就能买到软件，从网上采集到数万个电子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

邮箱地址。一份电子邮件发送列表轻而易举地就设计好了。再多出点钱，比方说10 000美元吧，垃圾邮件制造者就能买到包含了数千万地址的邮件地址。接着，他们会伪造各种消息，发送到这些邮箱去。

偶尔，这些垃圾邮件制造者也会给逮到。有个家伙就落了网，他发了上百万封垃圾邮件，为两家公司的股票招揽生意，自己也收取一定费用。此人并未泄漏自己的真实身份，也没有交代是谁出钱让他到处散布这些信息。1998年10月，美国加州的一家法院对此人处以罚款，禁止他再做此事。还有一件类似的案件，有个刚出狱的惯犯，身上还背着证券诈骗的缓刑，一口气发了3 000万封垃圾邮件，散布有关他公司的消息，想要把股价抬高，好筹钱偿还从前被自己欺骗的受害者！新一轮金字塔骗局开始了！

还有一种更复杂的垃圾邮件技术，它会隐藏电子邮件的来源和发信人的身份，让邮件显得像是误发给收信人的样子，叫收信人觉得自己“偷听”到了别人私下沟通的小道消息。2000年年初有个案子，两名男子被指控犯有证券欺诈罪，他们给美国在线的用户发了10万多封电子邮件，捏造了几家小公司的消息，“赚”了100多万美元。这几家小公司，是2000年年初网络狂潮时众人垂涎欲滴的对象：没有收入，没有利润，大多数甚至没有持续的业务。另外很多案子是这样的，垃圾邮件制造者把发件人地址乔装打扮，这样，在收信人眼里，这封信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看起来就像是大型投资银行董事会的内部备忘录，里面包含了若干股票的“内部”信息。

其实，所谓的“小道消息”从来都靠不住——不管是从住对面的邻居嘴里听来的，还是从理发师、牙医那儿听来的。一流的投资家菲尔·凯睿建议，要像躲瘟疫一样躲开这些东西；撰写交易市场编年史的埃德温·利费夫敏锐地评论说：“华尔街的专业人士都知道，靠‘内幕消息’操盘叫人破产的速度，比饥荒、瘟疫、庄稼歉收、政策调整或者任何一种正常的‘意外事故’都来得快。”格雷厄姆说得更简洁：“免费给的建议，多半不怎么样。”

但网上传布的这种新型小道消息，有些不同于以往的特点：造谣的人、听信谣言的人、照着谣言做的人都比以往更多。传统的欺诈手法搬到网络上之后，不光是有可能上当的人的范围扩大了（罪犯收到的票子自然也更多了），而且，张贴到大量的经济类讨论版和聊天室之后，它们带上了特殊的分量。这是因为论坛和聊天室经常能在参与者里制造出一种互助友爱的精神，用户们容易对彼此产生信任，相信对方说的话。

如今网上的最经典骗局是“拉高再抛售”，骗子们这一招已经耍了很多年。例如，早在1996年10月，有个庄家按每股1美元左右的价格买入医疗公司Omnigene Diagnostics的股票，接着就到美国在线的论坛上发了一大堆谎话帖子，说这家公司的股票是大热门，价格很快会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

涨起来。短短6个星期，该公司的股价冲到了将近7美元，这位庄家此刻抛出股票，非法地大赚了一笔。直到该公司的一位员工到公司自己的网站上把所有的操作和财务问题全都公布出来，谎言才被揭穿。美国证券交易委员会下令暂停该公司的股票交易。等它恢复交易之后，股票的成交价回落到了“拉高再抛售”骗局开始前的1美元以下。

还有一个较近的例子。1999年11月一个星期五下午，比佛利山有3个20来岁的年轻人用几分钱一股的价格，买了一家破产商业印刷公司NEI Webworld 50 000股的股票。接着，整个周末，他们都在加州大学洛杉矶分校的计算机上，到三大最热门的金融论坛——雅虎，Raging Bull和Freerealtime——“盖楼”。他们贴了差不多500条假消息，说这家一钱不值的公司马上就会有人来收购了。星期一上午一开盘，在谎言的推动下，NEI的股票飙上了每股8美元，当天最高的价格甚至到了15美元，三人帮此刻立即出手，把手里的股票卖了，净赚将近364 000美元，之后，这只股票马上又跌回了几分钱。

目睹如此骗局，证券交易委员会和加州的律师署跳了起来，几天之内，就确认了骗子们的身份，以违反《联邦证券法》（就交易证券编造重大谎言）起诉了他们。证券交易委员会揭发了充斥互联网论坛和聊天室的大量谬论，说它们的价值比路边的涂鸦还不如；《华尔街日报》也断言，有些垃圾消息比真正的垃圾还糟糕，这说得一点儿没错。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

说到著名的互联网骗子，"Yun Soo Oh Park"要算其中最臭名昭彰的一个。此人又名“东京乔”（Tokyo Joe），2000年年初，证券交易委员会指控他犯了民事欺诈罪，在自己的网站上发布误导性的投资消息。证交会说，1998~1999年期间，东京乔使用冲销策略，买入股票，在自己的网站上为这些股票大说好话，之后等大众买入带动股价上涨后再将之出手，如此赚了数十万美元。

要这些把戏的，甚至不止靠负向信息波动性赚快钱的骗子。早在1999年，PairGain Technologies公司的一名员工在雅虎网站上发了一条消息，把用户链接到伪造的彭博社新闻网页上，上面捏造了个故事，说PairGain马上就要被收购了。因为这个“消息”，公司股票价格高涨，尽管造假的人并没有从此事里赚取任何金钱，仍被判了5年刑。

要识别网络骗子是很难的，而且，你也没法指望当局发现新骗子之后真的会严加惩处。2000年年初，证交会发现4个乔治敦大学法律系的3年级学生（还有这几名学生之一的母亲，她碰巧是科罗拉多州斯普林斯的议员！）在自己的网站上靠“拉高再抛售”的骗局非法获利近35万美元，但这一回，证交会居然和骗子们“和解”了。不入狱，不罚款，甚至无须上缴非法所得的赃款。骗子们只需答应下次不再犯了就行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在一个人人都能轻松买卖股票的世界里，要“拉高再抛售”的把戏很容易，要“压低再买入”的把戏也是小菜一碟。压低股价的人靠卖空得利，他今天买入股票，答应按之后肯定会出现的一个价格付款，所以，当股价下跌，他就好处落了腰包。他散布虚假谣言，说公司销售额下跌，为种种问题所困扰。于是，股票价格大跌，骗子以低廉的价格买入，等人们发现一切都是空穴来风，股价涨回原价位的时候，他再卖出。发布Emulex假消息的人，正是打算这么做。

骗子们居心叵测、厚颜无耻，当局监管不力、执法不严，这些姑且不论，中招者的没脑子实在罪无可恕。举例来说，哪怕是个中学生，也能上证交会的网站或者其他可靠的数据库去查一查NEI公司的情况，这样，谁都能立刻发现它早在一年前就申请破产，它在达拉斯总部的电话号码已经作废，它也没有任何的资产，不再开展任何业务。可仍有那么多人会根据网上的胡言乱语，一点儿不去了解公司的基本业务状况（管理层或其他财务信息就更不用说了），就买了它的股票，这可真叫人吃惊。

说到中学生，这儿还有件好玩的事儿：有个高中生把在网上搞证券欺诈当成了课余爱好，而那些理应懂得更多的“大人”们却输了25万美元给他。这孩子14岁的时候就开始骗人了，他在聊天室和论坛里发布了上千条假消息，提及了9家莫名其妙的公司的股票，然后设定自动交易，等相关股票涨到虚高的价格立刻卖出。他对自己的罪行不置

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可否，不承认，也不否认，但他向证交会保证再不做这样的事，并退回了骗款（可也无须缴纳额外的罚款）。

诸如此类的荒唐事，还有更多没能曝光的案例，表明负向信息波动性在急剧增多。显然，它们不属于市场有效的证据，更不能证明市场正朝着越来越有效的方向走。相反，它们有助于解释第1章里提到的市场躁狂症，它不时地在贪婪与抑郁的两大极端做大回旋。这些事情，能发现、管制的很有限，加上公众又是这么轻信，所以，在未来它们会继续折磨、困扰着市场。

有一点可以保证，还有很多其他的骗子在市场上捞偏门的快钱，而且，他们这么做还会导致负向信息波动性。这对市场有效理论来说是个坏消息，但对身为投资者的你来说，它们也没有那么糟糕，当然前提是你足够聪明，避开“拉开再抛售”的把戏，并巧妙利用因为这些人肮脏手段导致的价格与价值加速分离。

交易波动性

股票价格波动性的第二种源头跟交易有关，这是市场交易形成价格的方式所导致的。任何一方都不可能单独采取行动，确定一只股票的价格。股市上的股票价格，是交易员们下单聚集到一起产生的结果。订单怎样聚集在市场上来确定价格呢？这是一件我们必须知道的重要事情，可惜经常被人忽视。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

像纽约股票交易所这类传统市场上的交易是这样开始的：客户指示经纪人买入股票，就比如说以50美元的价格买500股戴尔。经纪人在有许多交易员忙碌的交易大厅接受订单。如果大厅里有另一个经纪人刚好接到客户以50美元的价格卖出100股戴尔的订单要求，这两人就可以帮客户交换股票。这不会导致价格的变化，当然也不会产生交易波动性。传统交易所很少发生这种完美的买入卖出情况（纳斯达克也一样，纳斯达克和传统股市的主要区别是，前者的交易匹配大多靠计算机完成，而不是靠交易所里真正的人来处理）。

现实中，买卖双方是在不同的时间向经纪人下单，他们想交易不同数量的股份，想以不同的价格买入或卖出。这时，客户要等到有人愿意按相同的条件进行交易，或是让市场里的其他人接手这笔交易。这个“其他人”，在纽约证交所叫做“做市商”，在纳斯达克上叫“交易专员”。

要是经纪人找不到另一位经纪人准确交换客户的订单，这些中间人（做市商和交易专员）就接下这桩交易，这样，经纪人就不用一直等着合适的下家来。中间人替他们等，在买卖双方到达之后买入卖出股票，把市场做起来。

中间人提供这项服务来赚钱，靠的是以较低的价格（称为出价）买入股票，以较高的价格卖出（称为要价）。买入价和卖出价之间的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价格差，就叫“买卖价差”。这时买方和卖方为无须等待所支付的价格。

买卖差价还弥补了做市商接下股票，好让其他人不必多等所承担的风险。做市商为股票做市，意味着他要承担自己或他人估价出错的风险。做市商的做市价，有可能高于股票的基本价值，也有可能低于股票的基本价值。

如果他们的做市价低于股票的基本价值，来捡便宜的买家会更多。可一旦买家来了（并按要价掏腰包），股票的价格就上去了。这样，做市商按要价卖出的股份会多于按出价买入的股份。这样一来，为了做市，有可能需要买进更多股票，再次抬高了价格。如果买卖价差太小的话，做市商就会亏损了。

应对这一风险，做市商的办法是拉大买卖价差——提高卖给买家的价格，或是降低从卖家手里买入的价格。股票价格的交易波动性就来自买卖价差的这类变化。这是一种不受欢迎的波动性，因为它不是股票基本价值的变化导致的，而是由于做市商想要避免估价失误（如前所述，订单来自不同的时间，有着不同的要求，出现这种失误几乎是不可避免的）带来的损失。

做市商对订单流的变化做出反应，同样对造成交易波动性。要是买入的订单多于卖出的订单，他们会提高出价和要价的叫价。他们这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

样做，是因为他们必须假定，订单的不平衡反映了股票基本价值上的变化。如果他们猜对了，提高叫价就反映了正向信息波动性（也即价格向价值靠拢了）。可要是他们猜错了，他们的出价就背离了股票价值，而这一变化又导致了交易波动性。

电子计算机网络(ECN)的兴起，向传统交易所施加了监管和经济上的压力，要求它降低做市所造成的交易波动性。ECN只需要坐在电脑屏幕前交易就行了，无须通过经纪人、交易员和做市商。这种电脑技术的便捷性和透明度，让交易能像本章举的第一个例子（也就是两个经纪人交换了各自客户的订单，等待时间很短，甚至根本不用等待）里那样飞快地得到处理。

每个客户把自己希望做的交易贴上ECN的屏幕上，比方说，有个客户想用50美元的价格买入100股戴尔，另一个则想以相同的价格卖出。一旦买入单的价格和卖出单的价格匹配上了（如此例），那么交易就自动完成。中间人消失了，而价格是直接由订单双方在市场上碰头所形成的。故此，ECN能够降低因做市商所要买卖价差导致的交易波动性。

然而，要是某笔ECN订单的价格不匹配，它就会跟交易专员和做市商的买入卖出叫价一起贴在电脑上。订单匹配不了，意味着一种天然的“订单失衡”，电脑也没办法。此刻必须有个中间人来插手买入或卖出，消除这种失衡，把市场维持起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就算理论上ECN有可能消除因中间人索要买卖价差所导致的交易波动性，除非行之有效地把市场关闭，否则也实现不了。因此，哪怕ECN的确能减少交易波动性，但没可能完全消除它。此外，我们还有一些理由相信，ECN甚至不能减少交易的波动性——这取决于市场形成的方式。

在20世纪90年代末到21世纪初，ECN的激增撼动了市场交易。这个市场的带头人是Island和Instinet，它们两家都在这种电脑交易里做着很大的买卖。它们所得到的业务，就是传统交易所，以及传统交易所的参与者们——经纪人、交易员和做市商——没能得到的业务。对传统经纪公司人来说，因充当股票交易专员和做市商所得到的特权价值岌岌可危了。而对ECN平台的主持者，以及靠着使用ECN平台获得更多订单流的在线及折扣经纪人来说，要争抢的则是整个平台创造的新兴特权价值。

因此，毫不出奇，ECN这种替代交易场所的急速发展，使传统经纪公司和新兴经纪公司在证交会及国会上展开了激烈的争辩。各门各派念诵的都是同一条经文，只是说法稍有不同：我们的目标是帮助投资者在每次交易时获得最好的价格。

传统经纪公司说，完成让客户获得最好价格的目标，最好就是让价格信息有着单一的来源，所以它们提出，要有一个集中的订单中心，所有的订单都张贴在那儿，这样才能叫各方参与者帮助客户获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最好的价格。ECN和在线折扣经纪公司则说，如果不同的公司之间存在大量的竞争，你才能得到最好的价格，所以它们提出，要一个分散化的系统，系统里有着大量不同的下单中心。在这场争辩中，纽约证交所和纳斯达克是一个阵营，ECN的主要带头公司Instinet和Island站在另一个阵营。这两个阵营的整合谈判透露出来自方方面面的压力。

这样的环境是没法消除交易波动性的。不仅如此，计算机系统大量使用所减少的交易波动性，很有可能为市场交易的另一种发展所抵消：股票价格的报价是以“分”为单位（“十进制定价”）的，不再是从前的1/8或1/16（分数定价）。

从理论上讲，十进制定价是有助于价格跟价值相吻合的。假设说有种股票，每股价值50.03美元。在十进制定价系统里，它的报价就是50.03美元，而在分数报价系统里，它的报价大概是50美元整，或者50.06美元（也即50又1/16美元）。

出于同样的原因，十进制定价也有缩小买卖价差的效果，但它同时也意味着价差变化得更为频繁，这本身就是交易波动性的成因之一。转向十进制定价对交易波动性的增加程度，或许比不上ECN兴起而使交易波动性减少的程度，但平心而论，ECN兴起所减少的交易波动性，对提高市场效率的作用相当有限。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

引入24小时交易制度后，事情就变得更加复杂了。比如说，星期三之后就放长假，那么交易时段暂停，市场波动性会趋缓。不过，市场狂泻有时会发生在周末连续休息两天后开市的那个星期一。因此，很难说清连续交易到底会提高还是阻碍市场效率。但这里有一段历史教训告诉我们，阻碍作用可能更大。在19世纪60年代，纽约曾设立过晚间交易所，证券交易所白天照常开市，到了晚上，股票和黄金交易转到夜市继续进行。这种做法只持续了几年，后因造成惊人动荡的投机泡沫而废止。

不管ECN在减少交易波动性上到底有多大的价值，它本身带来的第三种波动性也把这令人怀疑的优点给抹杀了。ECN的兴起，意味着交易和获取价格的地点越来越多。对投资者和交易员来说，这意味着交易股票有了更快速、更廉价的方法，佣金更低，交易执行速度更快，收市后交易更多。这推动了资本的民主化，听起来很不错，可真的是这样吗？

凡是知道点沃伦·巴菲特的人都知道，最优秀的投资者会把自己看成企业的所有者，他们不会觉得自己拥有的只是一堆可以买卖的纸片儿或虚拟空间什么的。但当现有业主和新股票持有者提出的股票交易报价激增，使人们对价值的关注时，这种心态是难以为继的。

这么做的人越来越多，这么做的地方越来越多，由此带来的心理影响也就越来越大了。诚然，这些交易不管是发生在数千个不同的地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

方，还是发生在同一个地方，造成的心理影响都是一样的。于是价格就离商业价值越来越远。讽刺的是，不管是在什么样的制度下，这种波动性都存在；只不过，ECN的兴起，潜伏着一种更大的危险：交易者的波动性。

交易者的波动性

出于无关企业基本价值的目的而做成交易时，交易者的波动性就出现了。这一类的交易驱使价格更多地跟交易者的动机挂钩，而无关公司的商业价值。

使得价格与企业商业价值脱钩的交易决策范围很大，其中包括：交易者因为一些明显的经济原因进行交易，比方说要“重新平衡”投资组合；为满足个人需求或欲望卖出股票，如为了孩子的教育，为了改建厨房等。这里面最声名狼藉的一种，是出于投机和赌博的目的做短线交易。让我们就从这最后一点开始说起吧。

短线交易通常不以企业的基本价值为根据，而是看动量指标、板块轮动以及诸如此类一些荒谬可笑的技术性策略。如果交易建立在这些东西的基础上，必然会偏移价格。这一类的偏移，跟价值毫无关系，却进一步拉宽了价格与价值之间的差距。市场先生的高峰与谷底渐行渐远，孕育了非理性的繁荣和绝望。故此，短线交易是资本市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上最恶劣的发展倾向，完全无助于维持有序或理性的市场，更别提有效的市场了。

不少短线炒家说不定是完全理性的人，可也有很多人并非如此。心理失常能上新闻头条的不多，所以，上了主流媒体头版头条的短线炒家，就很值得我们注意了。举个最扎眼的例子，1999年夏天，亚特兰大有个短线炒家因为在炒短线时大亏一笔，拿枪射杀了9个人，接着开枪自杀。还有个44岁的原本很顾家的男人，竟提前退休，拿着家里78万美元的积蓄杀入股市炒短线，后来还打算谋杀妻子（最终锒铛入狱）。

这些倒霉家伙的故事，很难说得上表现了什么高度的理性，相反，他们可悲极了，但他们绝非孤例，也并非心理失常。2000年年初，参议院下属的委员会就短线交易举行听证会，还发表了一份报告，列举了这一行里存在的诸多问题。报告的重点是支持短线交易的行业，它强调加强行业风险的披露，要对从业者实行许可证制度，交易者必须满足最低的财务要求。但它同时也简明扼要地指出，短线炒股并非精明之举。

该报告最具说服力的结论是：75%的短线炒家赔钱，典型的短线炒家每年要挣11万美元才能打平成本！这个数字十分惊人，但这套说法并不新鲜。早就有经典的研究指出，要是有人想跟市场打时间差，利用它的波动快速买进卖出，那么，他必须在70%的时候都踩准了点儿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你知道有谁能一贯地表现这么好么？在棒球比赛里，就算是一流的击球手——比方说罗德·卡鲁、乔治·布雷特，甚至泰德·威廉姆斯——击中率最多也不过是0.400呢（相当于40%的时候“踩准了点儿”）。

交易者波动性另一个同样重要的（可能在性质上稍微好一些）来源是“恢复平衡”的做法。讽刺的是，这种做法的主要倡导者是那些使用当代投资组合理论、信奉市场效率的人。“恢复平衡”大体上是这么操作的：假设一开始你有10只股票，每只都按你投资组合总成本的10%购入。有些股票价格上涨了，有些下降了。“恢复平衡”论者说，过一年（或者相隔任意一段时间）之后，看看新的价格。比方说，有5只股票涨了，5只下降了，大家的涨跌幅度一样。此时，在你的投资组合里，5只股票构成了你资产总额的75%，另外5只构成25%。“恢复平衡”论者说，你应该把75%那一组里的股票减少一些，降低它们在你总持有量中所占的比例。

这大概算得上是最愚蠢的投资指南了，可又十分普遍。你把表现相对出色的股票给卖了，却留着那些表现差的。为什么你会这么做呢？

它有可能是理性的，但绝不是出于所谓投资组合失去了平衡这个原因。如果你审查了公司的业务基础，认为它们不再满足你继续持有的要求：价格远远超过了价值；还找得到其他价格低而价值高的好机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会；经济特征恶化了，或是管理层换上了更糟糕的人手……那么，卖掉表现好的股票是合理的。

著名的投资者杰拉尔德·勒布给出了跟“恢复平衡”一说相反的意见：“要是你想卖掉一部分的股票，一定要跟自己的情绪性倾向对着干，你得先卖掉亏损的、利润少的或者完全没赚钱的那些。总之，先出手那些最糟糕的股票，把最赚钱的好东西留到底。”这样的意见挺难照着办，尤其现在的投资顾问跟他的看法又不一致。

和勒布一样，彼得·林奇也认为“恢复平衡”的普遍做法太没道理，他说这就像打理花园的时候，给杂草浇水，却把鲜花给拔了。从这种没道理的园艺工作里得到好处的，不是“恢复投资组合平衡”的投资者或交易者，而是他们的顾问，这些人能从交易里拿到佣金；还有美国联邦政府和地方财政，它们从交易里收到了税。对这个问题，巴菲特的说法最是精妙。他问，芝加哥公牛队会不会因为迈克尔·乔丹对球队过分重要、过分宝贵，就把他卖给其他球队呢？这么做有道理吗？

卖掉优质股除了愚蠢之外，对交易者波动性的“贡献”也相当突出。要是交易者按这种方式为投资组合“恢复平衡”，那么从定义上来说，他们的交易跟商业价值是无关的（除了偶尔的例外）。把不再“符合”投资组合的股票卖掉，给这一股票造成了价格变化的压

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

力。但这种压力跟该股票的实际价值没有关系，跟它的感知价值也没有关系，只不过拉大了价格与价值的鸿沟而已。

最后，很多人都把股票市场当成了储蓄账户。他们把钱定期存在这里面，为计划内开支——如买房、给孩子付学费、享受退休生活——积累财富。这也是他们满足非计划需求存钱取钱的地方，比方说重新装修厨房，买SUV，去异国情调的景点旅游。

对那些在股市里为既定长远需求——如购房、教育和退休——积累财富的人，我们很难加以挑剔。这些事情大多是需要长期投资的长远目标，所以，股市是积蓄这部分财富的合理场所。

但要非难那些把股市用做短期支出途径的人就容易多了。一方面，短期的股票投资风险极大。把有可能用来满足房屋装修等日常需求，或用来满足娱乐等普通愿望的资源放到股市里，根本就不理性。

但这两种利用股市的形式，对市场效率的实际效果都是一样的。卖出股票的决定，是基于需求（或欲望）而不是股票的基本价值。这同样造成了拉大价格与实际价值差距的后果。

ECN和折扣网上经纪便利了交易、“恢复平衡”，以及通过股市进行储蓄。从积极的一面来说，它们降低了交易成本，可从负面而言，它们带来了更多的交易。这样一来，整个股市产生了更多的负向信息波动性，市场先生也更加疯狂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

每笔交易的附加成本降低了，结果人们却付出了更多的佣金，因为他们交易的次数更多了。这就好像是给经纪人们来了一贴里根式的鼓励政策。以这个行业的代表嘉信理财为例，它每笔交易的平均收入从1997年的64.27美元，减少到了两年后的45.55美元，可它每天经手的交易总量，却从10.6万笔增加到了20.8万笔。27嘉信理财的收入激增；我猜你一定知道买单的是谁。

病状预断

信息低质量、市场分裂、噪声交易等导致波动性扩大的后果，使股票定价越发失效。市场先生手里的钱（你支付的价格）和管理层手里的钱（你得到的价值），差距越来越大。

效率低下的症状和波动性扩大的结果，构成了第1章中罗列的所有现象，包括市场之间产生分歧（比如道琼斯和纳斯达克之间的分歧），市场先生像坐过山车一样急上急下。诸如1987年的崩盘和1989年的突变再也不像是孤立的偏差了；相反，20世纪90年代末和21世纪初诸如此类的痉挛性大发作，证明这不是什么流行病，而是慢性病。

有效市场理论从来不是股票市场的完美解释，不管它从前站得住脚的根据是什么，在今天的市场环境下，它已经越来越飞速地走向破产。从前有金融媒体和投资专业人士充当重要过滤角色的时候，它或许有着一定的吸引力。尽管这些机构过滤得并不完美，可他们受过的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

训练、掌握的知识和专业技能（此外，对当时咨询师来说，他们感兴趣的是企业保险与合并这两项稳定的咨询业务市场）尚能让他们跳脱人类固有的缺陷，把握一定的优势地位。有效市场理论并没有因此变得正确，但的确因此变得还算说得通。

网络、ECN、短线炒家和个人投资者的兴起，并未促进市场效率，反而妨碍了过滤，阻滞了市场效率。美国证券交易委员会主席亚瑟·莱维特在国会作证时说，ECN的兴起造成了市场分割，同一只股票在不同的交易板块基本上是按不同的价格交易的。也许这会造成令人兴奋的新型套利机会，但亚瑟反驳现有股市效率的认识无可争辩。

正如下一章所示，市场行为的这些趋势意味着，管理者和投资者应该忽略证券的价格波动，关注真正的症结所在：依靠有力的经济特性来运营企业，并注意观察这些特性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第5章　抓住20%

就算知道公共资本市场的平均周期长度大约是4年，它也并未给你提供任何投资技巧，因为根本就没有技巧。再加上知道股市最多能达到80%的真实有效，而且这个比例还越来越小，这就证实了格雷厄姆的直觉：市场先生活着，只是仍然不大舒服。问题在于，怎么处理有效市场理论没抓住的那20%甚至更多的市场定价呢？答案是：善加利用。

也许，市场先生的躁狂抑郁症已经有了更准确的诊断，只是尚未得到普遍理解罢了。也许，非线性依赖的检测工具和对市场有效理论的颠覆，就像医学上对躁郁症更高明的临床诊断一样。也许，对这种疾病的认识加深，能减少一味的否定态度，带来一些治愈的希望，但这些都只是“也许”罢了。

能肯定的是：市场非常复杂。考虑到市场现象的多种成因，还有一点能够肯定：交易规则检测和其他华丽的投资公式，仍然是毫无意义的胡扯。当然，原因并不在市场是否有效上，而在于它要受市场情绪失调的影响。

“博傻理论”说不定言之有理：想买入股票，以便将来转手卖掉赚钱，需要有人愿意接手你想卖掉的东西才行。整个市场以信心为基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

础展开运作，从长期来看，市场能把东西顺顺当当地搞对，可短期它就没这么准确了——这说不定也是真的。

市场非理性和混沌的特点，确实破坏了市场有效理论的断言，但它们也就这点儿本事了。它们并未破坏市场长期稳定的信息。恰恰相反，它们意味着，对那些明智而谨慎的人来说，对那些靠着企业分析工具武装起来的人来说，机会有的是。企业分析能帮助人判断该在什么时候利用市场先生强烈的阴郁情绪，又该在什么时候避开它的极度狂喜。

市场有效理论到底能解释多少市场行为，争论无止无尽。这是因为，它的信徒告诉我们，一旦这套理论开始失效，聪明人（比方说读罢本书，依照相应心态采取行动的人）的机会就来了，他们会出手，纠正失效。这样一来，市场有效理论就又还原了。可到底是东风压倒西风，还是西风压倒东风，压倒的程度又是多少，这个实证问题是永远讨论不出结果的。

总的来说，互联网上的商业信息质量低到了几乎可以忽略不计，按照这些信息采取行动的短线炒家又那么多，因此，对真正明智的投资者来说，机会很多，操作空间也很大。换句话说，倘若当前的交易环境让有效市场理论对将来的描述准确度看起来只有70%，那么，根据它采取行动的人大概能把这个数给扳回80%。只有配备了企业分析思维方式的投资者，才能真正利用整个过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

谁来负责

从管理者的视角来看，复杂的市场造成的一个重要后果是，董事和职员们控制不了公司的股价。因此，股东不应当存心指望或要求他们把股价最大化，只能要求管理者把企业及其基本价值管理好。市场如何理解公司的绩效，跟管理者是没有关系的。做出决定的是投资者和交易者，不是管理者。

尽管现实情况确实如此，可要是公司股价长期表现不佳，管理者却一身轻松，那就错了。它的意思只是，因为市场情绪导致公司股价的高低起伏，不归管理者负责。而股票价格长期低迷不振，则反映了管理层的无能。

优秀的管理者能让公司的平均股价高于正常水准；糟糕的管理者会让它低于正常水准。股票价格在短期内的上上下下，不管是优秀还是糟糕的管理者，都没法负责。正如格雷厄姆所说：“良好的管理层带来了良好的市场平均价格，糟糕的管理层带来糟糕的市场价格。”

毫无疑问，管理者也总在尝试用种种办法来影响公司的股价。有些做法无伤大雅（比如以最为乐观的口吻发表不利的通告），有些是违法的（操纵收入，这个题目，我们在本书第二部分会做讨论），有些则介于两者之间（如把债务或资产卖出后，额外分红给股东）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可惜，这些尝试的主要动机并不是希望让股价跟企业的潜在价值相当。相反，大多数管理者想让公司的股价在市场上卖出个尽可能最高的价格，不管它的商业价值到底是多少。巴菲特反复强调，这么做是错的，因为这样的脱钩使得公司在一个时期内取得的业绩，并不一定会让拥有这家公司的人在同一时期得益。

要评估公司的绩效，根据其商业价值将之转换成市场价格，在这个问题上投资者所扮演的角色比管理者更重要。但投资者所做的价值——价格转换不见得完美。信息波动性、交易波动性、交易者波动性，都在干扰商业价值和市场价格的契合。然而，即便要受到这些扭曲，投资者仍然值得花些时间理解商业价值，推进它与市场价格的契合度。规模较大的投资者更有动机这么做，并收获它的回报。持股比例越大，这么做的动机也越大。

这些见解加在一起，足以说明活跃、明智的大规模长期投资者为什么会关注企业分析。这就像巴菲特概括伯克希尔·哈撒韦的特征时所说，“稳重而感兴趣的大股东”是“支持性的、分析性的、客观性的”。你不必问这些投资者能不能把有效市场理论从70%正确更正到80%正确，相反，大规模投资者的这种看法，肯定了以下的前景：这种投资方式，能够利用有效市场理论掩饰了30多年的事实，即商业价值和市场价格是系统性分离的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

坚持到底

商业价值和市场价格的分离，要求改变以往的投资理念。很多时候，投资工具和投资者把市场价格当成了评估企业价值的尺度。这么做是本末倒置的。投资者在进行估价时，最不必考虑的东西就是市场价格。市场价格只能告诉你要按什么价钱买入（或卖出）股票。

市场完全没法告诉你，这到底是一桩好交易，还是一笔坏买卖。回答这个问题，你得根据当事公司的基本业务和经济特性来做评估。这些工具，也就是本书剩下的部分要探讨的内容。

使用这些工具的时候，各类投资者——机构投资者和个人投资者——还应当重视市场复杂性的其他一些含义。这些含义，是顺着本章开头提出的那个问题衍生出来的：股市以4年为周期，这意味着什么呢？显然，它意味着过去30年里最革命的几条投资理念——有效市场理论、现代投资组合理论、资本资产定价模型——恐怕存在误导性。

以下是需要我们重新学习的内容：

研究个股的投资机会并非浪费时间。

到底是个别的投资机会合理一些，还是往股票名目表上扔飞镖，随机选一堆股票放进投资组合合理一些（《华尔街日报》等刊物发起的比赛就给好多人留下了这样的印象），这一点你需要认真想清楚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你最好也别使用现代投资组合理论的策略：根据β说的每个篮子的风险是多少，把你的鸡蛋放进很多不同的篮子里。

这种参与者众多，涵盖整个市场的大规模失误表明，所有的投资群体都会出现类似的失误（包括小投资者错过了赚钱的机会）。故此，你应该无视现代金融理论和其他一些尚未成熟的市场观念，牢牢把握投资的核心。

策略

你或许会问，脚踏实地地做业务分析，真的值得吗？让其他人来完成这一工作，自己搭顺风车，是不是更好呢？经济学家对搭顺风车的策略举过一个例子：国家向公民征税，以便建立一支高素质军队。人人都觉得，这么做有利于抵御外敌。军队强大符合公众利益，逃税的人搭了它的顺风车，自己却不花力气。

投资者让别人来做投资研究（就像向政府纳税），自己却在市场上搭个顺风车，这么做可能吗？很难。首先，搭便车的经典例子里存在两种人：一种是纳税人，一种是搭便车的。投资股票的则有三种人：做功课的、投机的、搭便车的。因为多了投机者，那些本来想搭个便车就心满意足的人，可以靠着做好功课，占投机客蠢行的便宜。

你可能会问，如果说做好功课就能让人占投机客的大便宜，为什么不是所有人都从投机改成做功课呢？问得好。人们理应如此，但他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们偏不这样。本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特作为勤勤恳恳做功课的表率，曾多次惊叹于投机客的懒惰，他们很想知道，为什么会有这么多人宁肯选择像旅鼠一样集体跳崖自杀，也不肯主动做分析。可是，正如我们先前确认的趋势表明，投机客始终存在（不是所有人都会读这本书，听取书中的建议）。种什么样的因，就结什么样的果，这怨不得别人。

哪怕是最接近搭便车策略的做法，也需要做一定的功课。最常见的搭便车方式，对很多人来说也是最合适的做法，恐怕要算长期投资指数基金了。指数基金指的是该基金购入的股票，都是特定市场指数（如标准普尔500指数）的成分股。这种指数基金在总投资资本中占了巨大的比例。

人们青睐指数基金，有很多原因。一方面，标准普尔500和其他类似的指数表现一贯优于靠基金经理负责的主动投资组合基金。指数的变化相对较小，所以，指数基金的股票换手率低，因此成本较低，在应纳税收入方面也更方便管理。

指数基金主要的缺点是，它不关注基本面，关注过去的收益情况，忽视对将来潜力的评估。是否选用指数基金，关键要看投资者进行企业分析的能力高下，以及是否有意愿进行企业分析。使用指数基金，能保证人们不费多大力气就获得平均市场回报，不过，投资者还是应该站在一定理性的基础上来确认，构成指数——不管是标准普尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

或者其他什么东西——的一揽子股票，相对于它包含的价值，仍然是便宜的。做出这样的判断，需要具备一定企业分析的能力，哪怕它并不需要你精确或详细地对其加以应用。

观察基本面是简单的常识。跟股票买家一样，市场指数买家必须知道自己获得了什么价值。指数和股票都有涨有落。没有什么东西能保证股市整体总是一路上涨，正如没有什么东西能保证棒球大联盟比赛的观众总是越来越多一样。指数和股票都会下跌，也真的猛跌过。

耐心持有不如买入前做研究重要，因为很多熊市都会持续很长一段时间。市场是上涨还是下跌，根本不可能预测，哪怕是长期来看也一样；但预测某只股票的长期走向，至少还是有一定可能性的。

股票共同基金是有人管理的投资组合，由从大范围市场里挑选出的股票构成。投资委员会要为基金定期买入卖出股票。基金的持有者要负担这些交易的成本和其他费用，使股票基金比指数基金贵一些。从税收的角度看，股票基金也更贵。共同基金投资组合的变动，往往会产生资本收益，持有者自然要缴纳税款。

股票共同基金要纳税，表明了持有个股的一点优势。如果你在买入股票时犯了错，它的价格和价值都降到了无法满足你要求的地步，那么，把它卖掉的话，账面上的亏损可以为你减免一部分的税，容你稍作喘息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

说到个股，对很多人来说，按期购买利用了定期定额概念的股息再投资计划，是个很明智的选择。这个概念的意思是，每个月（或间隔其他的时间长度，如每半个月、每季度，等等）按固定的金额购入某一股票。因为股价有高有低，固定的金额可买入的股票份数也有多有少，跟股票的平均价格相比，它拉低了购入的平均成本。此种做法靠着利用市场先生的阴郁期，保护投资者不受它兴奋过头时的影响。

假设你在3个月里按月投资200美元购买宝洁公司的股票，这3个月股票的价格分别是80美元、120美元和100美元。那么，这段时间，股票的平均价格是100美元\[（80+120+120）/3\]，但你的平均成本则为97美元（股价80美元时你买入了2.4股，120美元时你买入了1.66股，100美元时你买入了2股，也就是说，你投资了600美元，买入了6.16股）。长期使用这种策略能让你获得丰厚利润，打败市场先生。

只有当你有把握断定价格低于价值，坚持到底才是审慎之道。而要做出这种判断，务必采用本书阐述的思维方式。根据这一思维方式，监控股息再投资计划中的价格与价值之关系，是再妥当不过的了。不过，要当心：唯有在市场先生心情悲观的时候入市，定期定额投资才能减少你的平均购入价格。时而中断，时而又来，想跟市场抢时机，你是完不成击败市场先生这个目标的。

不管对哪种投资者（不管投资的是指数基金、股票共同管理基金、股息再投资计划，还是个股，全都包含在内），关键是要培养起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一种关注价格与价值区分的思维方式。用不着完成本书探讨的各种详尽计算或大范围研究，你也能办到这一点，但你必须接受这些工具所反映出的态度，理解什么是企业分析，什么是明智的投资。毕竟，天底下没有免费的午餐，也没有白搭的便车。

股票投资的分散多样化

不同于现代金融理论，我们的投资纲要里并不规定要对股票组合进行多样化。投资组合的结果可以是分散多样的，但它不是必要条件。有时候，集中化的投资组合说不定是完美之极的。就好像杰拉尔德·勒布说的，真正了不起的财富，大部分都是靠集中实现的。比方说，你正在考虑购入强生公司或者棒约翰比萨公司的股票，你发现相较于自己的合理估计，它们可以用相当低的价格买入，那就买这两只股票好了。你只需要这么做就行了，完全够谨慎的了。

你当然应该避免在开始的头一天就买上十几只多样化的股票，充当你的投资组合。这么多的股票，显然不可能全在同一天里报出远远低于价值的价格。过上较长的一段时间，你的投资组合有可能会变得多元化起来，只要它不妨碍你集中精神挑选新股、跟进已有的股票，维持这种多元化状态也没什么不好的。

太过分散化的投资组合，会给你带来另一个版本的搭便车问题。就跟逃税的人不劳而获地从强大的国防中受了好处一样，糟糕的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不给你的投资组合贡献价值，却让你照价付钱。搭便车的人在较大的环境下不怎么扎眼；举例来说，在加拿大逮个偷税的家伙，可比在美国容易多了。同样道理，你投资组合里的股票越多，就越不容易逮出并惩罚（也就是卖掉）那些搭你财富便车、顺便搞破坏的股票。

这些限制分散化的原则，仅对精心选择、在所付价值与估计价值之间存在安全边际的普通股成立。对这样的股票，巴菲特认为，选择5~10只比较合理；格雷厄姆的看法是10~30只。格雷厄姆和巴菲特都强调，像职业基金经理那样采取积极姿态的投资者，需要大赌场里采用的那种广泛多元化：按巴菲特的话来说，赌场要“大量的赌局，因为概率对它有利；同时它也会拒绝接受一把定输赢的大投注”。

资产配置

有必要对过分的股票多元化（以及最后一章会讨论的投资组合重新平衡）和所谓的“资产配置”这一重要的基本投资原则做一下区分。“资产配置”原则意识到，除了普通股，投资者还有各种类型的资产可以选择，包括债券、现金、房地产、房地产投资信托基金和日用品。这些替代选项往往为聚敛财富创造了更具吸引力的途径。在股票市场未能提供低于价值的价格时考虑对这些资产进行投资，它们的相对吸引力会达到最大的程度。此外，通过有税收优惠的载体（如个人退休账户、401k养老方案等）来投资上述类型的资产，也是很不错的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大多数投资者最终大多倾向于持有若干不同的资产：自购居所，手头有些余钱，参加退休保障计划，一堆股票和债券。还没这么做的人不妨赶紧这么做，因为资产类型多元化，是保存财富的一种重要方法。倘若在延续10年的大熊市期间把所有的财富都分配到了股票市场上，总财富肯定会缩水。倘若一部分财富投到了该时期表现出色的债券和债券市场上，大部分财富也就保存下来了。

通过税收优惠计划投资的一个问题是，这些计划提供的资产类型不够多元。很多计划下含的项目不成比例地偏向股票基金。不少人干脆在各项目间来个平均分配。其他很多人更简单，把资金100%地分配到股票基金上。这两种分配方式都太偏重股票了。只要其他资产（非减税计划内资产）选择的是其他类型，偏重股票对年轻人来说没什么不好，对年长者说不定也不错。

把你所有的鸡蛋都放在股票市场这一个篮子里，可不是什么谨慎的资产配置。一旦你把资产分配到不同的投资类型上，股票的部分就用不着多元化了。简而言之，资产多元化比股票组合多元化重要多了。

除了保全资产，资产配置的终极问题——也是所有投资的终极问题——在于机会成本。你肯定想把钱投资到未来最可能产生最大回报的资产上。评估此种概率的一般性原则，各种类型的资产都差不多。资产本身的形式跟它的相对吸引力没有关系，这种相对吸引力取决于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

环境。不过，很多别具一格的资产类型，大多数人最好对其敬而远之，包括可转换式债券等听起来没什么坏处的金融工具，以及更具神秘色彩的私募基金和对冲基金（详见下文）。

评估这些不同的资产类型，就跟投资普通股一样，企业分析思维方式同样很重要。虽说每一种资产类型都必然有相应的具体问题（比如，白银的价格取决于对它的供给和需求），可一旦你有了一套能像企业分析师那样对待股票的心智，就能很轻松地把它应用到其他的资产类型上（这也是为什么本书内容以股票为主）。

收入分配

资产配置不如收入分配重要，可惜大多数人意识到这一点时已经太迟了。人们大多关心自己收入多少，对如何在投资与消费之间分配收入却不怎么重视，结果使得全国的储蓄率在零上下打转转。

但要是你把收入的较多部分积攒下来，会更容易达成你的投资目标，因为这样一来滚动生钱的资产就会更多。储蓄收入相对较少的人更容易受投机冲动的诱惑，想进行明智的投资就更加困难了。

每一个有收入的人都要面对收入分配的问题。你必须决定把多少收入分配到衣食住行以及娱乐和教育等方面。有些人更不幸，还得算计拿多少钱出来填补过去的消费亏空，如信用卡债务、汽车或个人贷款、房地产抵押贷款等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在考虑投资股票之前，要赶紧偿还债务里的高利息项目，要不然可真是本末倒置。要是你的信用卡户头上有欠债，每年就要偿还10%~18%的利息，这显然是在浪费金钱。还清这些债务，相当于稳稳当当地赚回了这么高的收益率（买股票的回报率绝对达不到这个水平）。其他利息没那么高的债务也一样，比如汽车贷款（平均利息是8%~12%）：用你额外的钱还清它们，意味着你得到了同等的收益率。有时候，住房按揭贷款也是这样：还掉利息固定在6%~8%的欠债，等于是你的投资收益率达到了6%~8%，买股票没法保证这么高的收益率。

保证金交易

股票保证金账户（尤以短线炒家为主）的数目和规模的疯狂增长，说明许多人愚蠢地忘掉了上述浅显的真理。在1996~1999年，网上经纪公司的保证金债务翻了将近5倍，纽约证交所会员公司的同类债务也翻了一倍。20世纪90年代，保证金债务占消费者债务总额的比例从4%跃增至16%。可好多人居然没弄清保证金贷款跟其他消费者贷款不一样。

为了用借来的钱购买股票，纳保的交易者会以9%~11%的利息从经纪那儿借钱。他们认为，自己能靠这些贷款四两拨千斤，买入价格上涨且股息高的股票，赚到更多的钱。在市场心情好的时候，这些人的如意算盘兴许不会落空，能赚回比成本多的收益。可碰上市场低迷期，他们的好梦就完全破碎了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当你的资产组合结余减少，使得保证金贷款占了该结余金额的一半或以上的时候，你必须存钱进去还债（经纪人会叫你“追加保证金”）。如果你没有现金，不管你合作不合作，经纪人都会卖掉你的部分股票。除了市场先生翻脸给你造成的损失之外，你还得把利息费用和交易成本加进去；再考虑到追加保证金的交易者数量越来越多，你可就要翻下市场的陡坡了。

巨额保证金交易者就跟在摩纳哥借钱下重注的赌客一样。为了看出这一策略的惊人风险，只需举一个近在眼前的例子就够了。最积极鼓吹这种高风险赌博的人叫巴里·赫兹，他是“磁道数据公司”的负责人。这家公司在营销宣传里兴高采烈地说，投资很简单（“用不着成为专业人士，你也能搞股票交易”），赫兹还建议客户利用借来的钱短线炒股。

至少，赫兹自己是照着这个双倍投机的（蹩脚）建议做的。所以，在2000年4月14日市场暴跌那一天，他的经纪人打来电话，说他们需要4 500万美元来“追加保证金”。为此，赫兹典当了轨道数据公司50%的股份。如果你乐意让这档子倒霉事落在自己身上，那就听信这些建议好了。

金融赌博

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你还应该好好记住28岁的尼克·利森（也就是人称的“流氓交易员”）的悲惨遭遇，出事前，他效力于巴林银行的新加坡分行。他借用了上百万美元来交易，结果碰上市场风向跟他对着干，英国最老牌的巴林银行（为拿破仑打仗出过钱，还资助过美国购买路易斯安那的交易）就这么被他搞垮了。

起初，利森做的是套利交易，他主要关注大阪证券交易所(OSE)和新加坡金融交易所(SIMEX)挂牌的日经225期货合同的差价。他在一个市场上买入期货，同时就在另一个市场卖出。这是一种低风险策略，因为双方头寸可以互相抵消。

小尝甜头之后，利森换了一种做法，他对日经225期货的权证同时看跌又看涨。这是一种中等风险的策略，在稳定市场非常有效，但碰到动荡时期也很危险。

1995年日本神户发生大地震，日经指数暴跌，利森吓坏了。市场一片恐慌，利森就像瘾君子一样采用了高风险策略，大量买入日经期货，徒劳地指望把期货市场拉起来。

等尘埃落定之后，巴林银行在期货合同上的敞口已经高达10亿美元，远远超出了巴林的总资产。银行垮了。调查人员发现，交易期间，利森的头寸一直是用巴林银行的保证金账户补足的，但崩盘之后，利森从新加坡逃到德国，情况就不是这样了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易期间，利森对巴林银行的伦敦总部讲了一个模模糊糊的故事，说他的长期期货头寸有私人合约套期保值，对冲交易也是代表银行的一位客户搞的。可这位客户其实根本就不存在，只是一个虚构的名字。早些时候，利森用这个名字开了账户。

利森用其他交易赚取的利润给这个账户注资，并用这些资金维持保证金账户的结余。他还利用这个虚拟的客户账户说服巴林银行的伦敦总部提供额外资金，反过来又用这些钱追加保证金。最终，再多的钱也挽回不了败局。

毫无疑问，利森的惨痛教训是一个极端的心理案例，里面掺和着新奇的证券、庞大的利润和无耻的欺骗。但这一幕同时也是长鸣的警钟：保证金和新奇的操作手法能让你跌个一嘴泥，要是它们混在一起，保管叫你脱身不得。

期权

对新奇玩意儿的最后警告，让我们来看看格雷厄姆对期权的看法。早在用股票期权奖励管理层的做法普遍推广之前，格雷厄姆就从较为一般性的基础上批评过它。

起初，期权是跟债券联系在一起的，到20世纪20年代，它扩大成格雷厄姆视为“欺骗”的其他金融创新手段的一部分。到20世纪60年代，期权再度泛滥，格雷厄姆便说：“股票期权权证（这是它们当时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的名称）近乎诈骗，现存的威胁，潜在的大难。”他认为，期权凭空造出价值，除了给人造成误导之外没有任何存在的理由，应当在法律上加以禁止，或至少给它加个上限，规定它在公司总资本中只能占极小的比例。

期权的主要负面影响在于它稀释了现有股东对公司的所有权利益——包括每股的现有收益，分享了公司的未来发展，享受到了股息收入，有利于管理者，此外还涉及企业的其他一些重大变化，如合并、新期权方案（这一点有些讽刺）。格雷厄姆觉得，除了“编造虚构的市场价值”，实在看不出期权还有什么别的目的。总之，格雷厄姆斥责股票期权是一种犯罪，怪诞、“蛮横、肆无忌惮地大规模制造纸面上的价值”。

巴菲特对期权的态度不如格雷厄姆这么激进，他说：“你想拥有一部分期权的商业项目，往往也是那些你不愿意要它所有权的项目（有人送我彩票当礼物，我很乐意接受；但我永远也不会自己去买彩票）。”对投资者而言，这里的经验显而易见。远离期权，对那些期权占了总资本相当大比例的公司，也要尽可能地躲得远些。

炼金术

投资于普通股证券的总资本量超过了可获利的投资机会，价格数倍超过了价值，股市泡沫就出现了。泡沫源自人们的希望，所有人都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

指望自己选中的股票是赚钱的那种。但要是1 000亿美元投了出去，可能赚钱的部分却只有100亿，那么其余的900亿就注定要失望了——这就好比舞曲终结，舞池里所有人都去找座位，但只有10%的人抢到了座，其余90%的人都站着。

市场投机舞会和赌马之间的主要区别在于，赌马的话，只要一两分钟，赌客就跟他的钱分手作别了。然而，赌马和股市也有共同点：研究马匹或业务，只在有把握时下注的人，赢的概率比那些每一场马都赌、每一只股票都赌的人要大。在有可能出现泡沫的繁荣期之初，如果你找到了一只处在低价、有把握赚钱的股票，满仓买进，那么，从道理上说，你会赢；而如果你把钱押在每一只股票上，肯定会输。

把钱押在每一只股票上的人，为泡沫注入了热空气。彩票积累下高额奖金时，投注站的长队能排满路口；而股市的泡沫时期，人人都入市炒股，相当于是前一种场景的癫狂放大版本。吹出最多泡沫的，是一种从新东西里发大财的气味，它能叫人兴奋，让人跟风盲从，或做出其他非理性的行为。

有人发了大财，开了香槟酒庆祝的谣传蔓延开来，在贪婪心的推波助澜之下，兴奋的野火烧得更旺了，但狂热的螺旋最终总是会破灭的。事实上，中高额彩金的人只会有一个，绝大多数人则经历了跟风带来的最为惨痛的教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

埃德温·利费夫说得好：“股市猛涨，总是直接迎合着人由贪婪唤起并受到普遍繁荣刺激的赌博本能。想赚快钱的人，最终无非是花钱上了亘古不变的宝贵一课：在这个污秽的地球上，根本没有快钱这种东西。”

真正的投资者不会排长队买彩票。他们意识到：“快速致富”通常意味着“快速致穷”。

让我们来看看格雷厄姆对20世纪60年代末的评论，是不是有点似曾相识的感觉呢？他说：“公众的投机心理实在无可救药。从财政的角度看，它撑不过3秒钟。只要感觉跟上了大部队，人们愿意不惜任何代价买入任何东西。只要是标着‘独家经营’的公司，跟计算机、电子、科学、技术有关系的公司，或是任何正好赶上这一波流行的公司，人们就会蜂拥而至。”

格雷厄姆哀叹道：“自古以来，聪明、充满活力，通常年纪也很轻的人就总是答应用‘别人的钱’来完成奇迹。大多数时候，他们有能力做到一阵子，或至少表面上做到。可到了最后，他们无一例外地给公众带来了亏损……投机冲动不可能消失，对投机冲动的利用也不可能消失。”

20世纪90年代末和21世纪初，夸夸其谈的风险投资家和短线炒家宣布，新经济到来了，旧有的游戏规则不再适用了。无数的人接受了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这一套说辞，投机的冲动再度泛起。这段时期，某著名投资研究公司的首席经济学家对《纽约时报》说了一段非同寻常的话：“我们现在真不敢说自己知道怎么评估企业的价值了。”（为了显得不那么刻薄，本书暂且隐去这位困惑人士的名字吧。）

估计价值从来都很困难，但现在比从前到底难了多少呢？现金是最终的经济回报。如果你弄不清楚公司要多久才能挣到现金，不知道什么样的风险会降低它的价值，减少它挣到的现金，那么，这就并不是你突然之间搞不懂该怎么评估企业的价值了，而是你试图估价的东西根本不值得估价。

金融炼金术的拥护者们放弃了本书讨论的企业分析思维方式，大概是觉得它用的工具太传统，甚至太无聊，太沉闷，太落伍吧。要是人们想着马上致富，就会把前人“耐心孵蛋”的想法扔进历史的垃圾桶，新冒出来的账面百万富翁和对他们满心嫉妒的同龄人会觉得，谁要是还想着什么“耐心孵蛋”，简直就是火星来的老土。

可惜，这种态度让人们用信用卡欠债来短线炒股，一心想着“先买后付款”，却忘了清算的一天终将到来。一些蹩脚技术也因此流行开来。面对一家企业的核心问题，传统分析工具给出了否定的答案，这些技术却能给出肯定的答案（可惜是错的）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比方说，在20世纪90年代中期的生物技术产业，只有不到10%的公司能获得收入，从主营业务里获得正现金流的公司就更少了。但是这些企业需要新投资，从企业分析的传统尺度上，它们拿不出什么令人信服的故事，于是就转向了非传统的尺度。其中最惊人的是一种所谓的绩效衡量指标，叫“现金消耗率”（也叫烧钱速度）。它指的是一家公司“能”用多快的速度把钱花在新的研发项目上。烧得越快，管理层越好，越值得投资。够不够疯狂？

20世纪90年代末至21世纪初，互联网和高科技行业也有过类似的疯狂行为。这些金融创业家抛弃了基于收益和现金的传统绩效评估尺度，用新的方式来看待这些问题，比如市场占有率。

创业家说：“瞧啊，我们占有了互联网上销售鲜花（或诸如此类的东西）60%的市场，你应该相信我们。”还有更乐观的说法：“我们的网站每个月有1 000万的点击率。哪怕我们不赚钱，也吸引了2 000万个眼球呀。所以说我们肯定很好，我们肯定有价值，你应该向我们投资。”

在这种盲从心态下，人们蜂拥而至。对于大多数此类企业（尽管不是全部）来说，从企业分析的角度来看，如潮水般涌入的资金简直没道理（下一个快速发展的行业说不定是互联网破产律师事务所呢）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

每一轮疯狂，总会冒出一堆似是而非的新规则来解释这种不理性。光是在20世纪，1929年大崩盘之前有过一波“新时代”牛市（受诸如汽车、电力、真空吸尘器、洗衣机、无线电和有声电影等优秀新技术推广的带动），1962年的“新恐慌”之前有过火热的“第二次新时代”，20世纪60年代末股市和共同基金吹破气泡之前有所谓的“新绩效现象”。到了20世纪80年代，因为人们普遍相信日本创造了一种彻底不同于经济学历史原则的“新”经济模式，加速了日本股市泡沫破裂。市场占有率成了老大；如果公司市场占有率高，它们会得到奖励；如果它们以少赚钱甚至不赚钱的代价抢到了市场占有率，会得到更多的奖励——就跟20世纪90年代末到21世纪初的美国差不多。

但是，可口可乐、百事可乐、思科和杜邦公司在各自市场里都是赚钱的企业。在一个有利可图的市场里，占有更大的份额显然可取，它也是业务绩效强而有力的准确指标。可对一个赚不到钱的市场来说，情况就不一样了。你占有的份额越大，你亏损的钱越多。

对企业来说，凶猛地攫取市场份额，完全可能是一场彻头彻尾的灾难。看看航空业取消管制之后发生了些什么吧。激烈的市场份额竞争，把所有的利润都从行业里甩了出去。在可口可乐和百事可乐竞争的次级市场，情况也是一样，有些地方，这两个品牌的灌装厂家利润近乎于零。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们并不否认20世纪80年代到21世纪初的技术变革给经济造成了重大变化。这里举个例子，从历史上看，油价上涨会卡死经济增长，1973年、1980年甚至1990年的经济衰退，都是油价在背后捣鬼。可是，20世纪90年代末和21世纪初油价翻了两倍多的时候，美国的通货膨胀仍然相当低，经济衰退的乌云并没有笼罩上来。当然，石油的主要消费者转向了天然气，并更主动地利用避险合同来减少涨价带给自己的风险，这是一部分的原因。

但更主要的原因是美国的经济模式从消耗石油的制造业改为了无须依赖石油的服务业，包括在互联网上运作的行业。制造业在美国经济中所占的比例，从1977年的22%，萎缩到1997年的17%。采购石油在国内生产总值(GDP)中所占的比重，从1981年的8.5%降到了20世纪90年代末的约3%。互联网无疑属于这种转变的一部分，它使得销售及分销业务的成本较传统方式大幅降低。

即便如此，油价高过了一定的水平，仍然会引起宏观经济问题。事实上，2000年3月道指下跌了近4%，首当其冲的，是宝洁公司的股价跌了30%。这家公司发出警告，说自己的季度盈利会比上一年同期低，离分析师的预期更是相去甚远。公司方面说，业绩表现不尽如人意，原因之一是自家很多产品需要用到石油，而石油的价格又上涨了。

经济模式转变的另一部分，无疑是知识资本（与物质资本相对）的附加价值在增加。较之生产和销售汽车或石油的企业，生产和销售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

软件或提供网上服务的企业能以更低的成本更迅速地发展壮大。此外，后者对工厂、厂房和设备的投资也少得多。

可我们并没有理由认为这些互联网企业在整体上的发展速度比全国经济更快。归根结底，老式企业（即所谓的旧经济公司）是技术新创公司（所谓的新经济公司）的主要消费者和最终受益者，那么，后者的发展速度又能比前者快上多少呢？有些企业的发展速度可能真的比全国经济要快，但它们不会永远这样；它们从前办到过这一点，不见得以后办得到（事实上，企业规模越大，发展的难度越大）。就算它们有实现超规模发展的可能性，也没人能保证事实真的如此。

即便存在这些转型，新经济却并未改变商业立足的基本事实：投资首先需要理解公司的商业气候；在所有聪明投资者的工具箱里，都放着几种关键的指标。就算要用到新经济的某些业务标准，也应当对它们进行批判性的分析。忽略损失固然不智，忽视企业能否持续存在的征兆，更是蠢到家了。

举个例子，如果你把市场份额视为判断企业未来价值的指标，你同时还要意识到，客户增长速度放缓，是未来价值减少的征兆。每一新客户的成本上涨，就意味着来自每一新客户的收入在下降，此时，企业的前景就从“不确定”变成“很糟糕”了。这是很多互联网公司的特点，可当它们冒出这类消息，公司股价反而上涨。这个行业里好多名气最大的公司都是如此，因此，我们有理由认为，所谓的新经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

济，说不定只是一只披着羊皮的狼。毕竟，要是事情好得不像是真的，那它恐怕的确不是真的。

人们总爱说到新千年和前所未有的技术变革步伐，但这种印象其实是错的。如果你梳理过去几百年的经济史和投资类作品，你会发现，技术的飞速发展是周期性地反复出现的，也总有人宣称，这种事情前所未有（历史学家就曾把19世纪末到20世纪初称为“乐观时代”，当时社会上也洋溢着技术带来的兴奋感。这种兴奋情绪让世纪之交显得像是一首天然的热情神曲）。回过头一看，印刷术、农业及工业革命、流水线、电视和电台，如今的计算机和互联网，它们不都挺像的吗？

即便头脑清醒如格雷厄姆，也感觉评论技术带来的变化为时尚早。他在离现在相对较靠近的20世纪70年代初写道：“近年来技术的飞速发展和普及，对证券分析师的态度和劳动并非不曾产生重大的影响。未来10年，代表性企业是进步还是倒退，可能比过去更多地取决于它与新产品、新生产流程的关系。”套用格雷厄姆爱说的一句话：万变不离其宗，变得越多，骨子里越是老样子。

长期

躁狂症背后的驱动态度，既短视，也短命。在念及企业和回报的时候，投资者需要看的是今后几年，而非将来数天。到底看多远，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人的年龄和需求而异，但对认真搞投资的人来说，这一时限至少也应该是4年——对我们大多数人来说，时限还要更长些。

对有着长期眼光的人，人们习惯性地叫他们“长线投资者”，说他们采用的是“买入并持有”策略。但这样的看法，除了用词上啰嗦重复（按定义来看，投资者本来就得放长线），总结的特征也并不准确。

着眼于长期的一个原因在于，我们要意识到，尽管早期投资的确更好，但没人需要每天或每年都投资。沃伦·巴菲特用棒球打了个比喻，他说，投资里没有所谓的“击打”这档子事——抛出球以后，你只管坐着等结果出来就行。非要总结这种看法的特点，与其说是“买入并持有”，不如说是“等待并观望”更恰当。

但不管是“买入并持有”，还是“等待并观望”，都比投机炒家的胡来一气要好。在某种程度上，说今天的新秀企业就是明天的经典标杆，一点儿也不错；但要是短线炒家按照这种“今天”、“明天”的说法来操作，那可就错得太离谱了。1999年年底，纳斯达克排名前50位的股票，平均持有期低于30天；该市场总体的平均持有期是150天（而在20世纪80年代末，平均持有期是730天左右）。这么高的转手率，意味着投机者既没有认真挑选股票（等待并观望），也不是为长期而买进的（买入并持有）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

凯恩斯说过一句著名的俏皮话：长期而言，我们都是要死的。但他说的不是挑选股票。凯恩斯说这段话的背景是劝说决策者关注能够实现的短期需求，他相信，这种需求只有依靠政府，市场行为是满足不了它的。说实在的，这句话对选股没有任何参考价值，因为迟些致富无论如何好过快速陷入赤贫。

格雷厄姆特别提到过股票，他说，短期而言，市场是一台投票机，长远来看，它是一台称重机。也就是说，在短期内，市场价格波动很大，是有风险的，但从长远来看，它相对稳定而安全。但说市场最终能给一笔资产正确地订出价格，这是什么意思呢？难道不是说市场有时候是正确的吗——就好像《爱丽丝梦游仙境》里说的，“有时候今天也能轮上有好果子吃”？不完全是。

米尔顿·弗里德曼驳斥凯恩斯说，长期只是一连串前后相继的“短期”而已。因此，长期既与我们同在（对4年前来说，现在就是长期），又领先于我们（从现在开始算起的4年）。今天的市场价格反映了一家企业长达4年的价值，今天的价格是对企业生产效率的猜测，它可以追溯回4年以前。要是你的猜测比市场准确，那么，等从现在开始的4年之后，市场刚刚正确地反映出该企业今天的价值，你早就遥遥领先了。

说市场在长期而言有可能搞对是这么一个意思：从现在开始的4年里，市场将正确地理解星巴克今天在做什么；如果你能够比今天的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场群体更准确地评估出星巴克的绩效，你将收获丰厚的回报。当然了，最棘手的问题在于：如何让你的判断保持高度的准确性。

沃伦·巴菲特对凯恩斯的玩笑话很当真，他采用的是“至死不渝”标准。他只投资自己愿意一辈子持有的企业。就跟你对伴侣许下的海誓山盟一样。所以，最终的做法也一样：要耐心，寻找的时候要挑剔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二部分　给我看看钱在哪儿

第6章　苹果树和经验

倘若说，投资者或经理人在判断企业价值、判断持有它是否有利可图的时候，市场价格是最无须看重的东西，那么，最需要考虑的东西就是该企业的基本经济特性了。评估这些基本面情况的方法实在太多，于是好多人就使用了市场价格这一相对懒惰的尺度作为估价的标杆，只可惜这是错的。在评估企业价值的所有方法里，只有寥寥几种能真正发挥作用，而这几种也恰好是你需要的方法。这里，我们先用一则寓言来说明基本原理，之后再来补充细节。

愚人与智者

从前，有一位聪明的老人拥有一棵苹果树。这是一棵很棒的树，只需稍加照料，每年的苹果收成就够老人卖上100美元了。老人想退休后换个新地方住，于是打算把树卖了。老人很想好好地给大家来个教训，就跑到《华尔街日报》的商业机会版刊登了一则广告，说想把树卖给“出价最准确者”。

几则小插曲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一个看了广告做出回应的人说，他愿意出50美元，因为他买下这棵苹果树之后会把它砍了当柴火，这堆柴火就值50美元。“你脑子有问题吧？”老人骂他，“你出的价只是这棵树的折余价值。对一棵松树来说这或许是个好价钱；要是我的这棵树不再结果实，这个价也可以接受；再不然就是，苹果树的木材价格高涨，把它当木材的价值已经超出了拿它收获苹果的价值。可你显然根本没搞懂这些东西，你根本就没看出，我这棵树的价值远远超出了50美元。”

第二个来拜访老人的人愿意出100美元买树。“这个数么，”他说，“是我卖掉今年苹果收成所能得到的价格。苹果马上就要成熟了。”“你比第一位买家稍微好点，”老人回答。“至少你能看得出，把这棵树拿来收获苹果，比砍倒它当柴火更有价值。但100美元这个价格不对。你没考虑明年或后年苹果收成的价值。拿着你的100美元走人吧。”

第三个过来的人，是个刚从商学院辍学的年轻人。“我要在互联网上卖苹果，”他说，“我觉得这棵树至少还能再活上15年。如果我每年能卖100美元的苹果，那么总价值是1 500美元。我出1 500美元买你的树。”“哦，不，互联网小子。”老人哀叹道，“你比前两个家伙更没看清状况。”

“现在这棵苹果树的收成固然能卖100美元，但15年以后的100美元可不值这么多。确切地说，要是你现在把41.73美元放进银行账户，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

每年的利息是6%，15年之后，这笔小钱利滚利就变成100美元了。所以说，假设利率是6%的话，今天苹果所值的100美元，15年以后的现值是41.73美元，不再是100美元。”仁慈的老人劝说道，“上帝啊，把你的1 500美元投资到稳妥的高等级企业债券上，回商学院好好学点金融财务知识吧。”

没过多久，来了一个富裕的医生，他说：“我对苹果没什么认识，但我知道我喜欢什么。我按市场价买它。前一个家伙愿意出1 500美元，所以这棵树肯定值这么多。”

“医生，”老人劝道，“你还是先去找个知识丰富的投资顾问吧。如果真有一个按规律交易苹果树的市场，那它们的卖价大概才会和价值相吻合。但现在别说没有这样的市场，就算有，拿价格当价值的做法，也是在跟前面或者更前面的呆瓜拼谁更傻而已。还是拿着您的钱去买栋度假别墅吧。”

下一个潜在买家是个会计系的学生。老人问：“你愿意出多少钱呢？”学生要求先看看老人的账本。老人一直为苹果树做着详尽的记录，很高兴地把账本拿出来了。

翻看了账本后，会计生说：“账本上说，10年前，你花了75美元买这棵树。而且，你没有扣除折旧。我不知道这是否符合一般公认的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会计准则，但就当它符合好了。这样的话，你的树账面价值就是75美元。我也出这个数。”

“啊，你们这些学生小子，知道的东西多，真正懂的东西却太少了，”老人不快地说。“没错，我的树账面价值是75美元，但明眼人都能看出它的价值远远不止于此。你还是回学校去，看看能不能找到一本书，给你讲讲该如何更好地利用你的数学技能吧。”

一场关于收益的对话

最后一位来拜访老人的潜在客户，是一个刚从商学院毕业的年轻经纪人。她很想检验一下自己新学来的技能，也要求看看老人的账本。过了几个小时，她回来告诉老人说，她准备以果树的资本化收益为基础，估算其价值并出价。老人头一次生出了兴趣，示意她继续说。

这位年轻的女士解释道，尽管去年收获的苹果卖了100美元，但这个数字并不代表这棵树所实现的利润。因为它有一些相关的支出，比如施肥、修剪枝丫、使用的工具、采摘、把它们拉到城里去卖，都是需要成本的。

总得有人来做这些事情，所以，付给这些人的薪水，应该从苹果的销售收入中扣除。此外，树的购入价格或成本，也是一项花销。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

部分的成本，要分摊到苹果有效寿命的每一年里去。最后，还要纳税呢。她得出结论，去年，果树的利润是50美元。

“哇！”老人脸红了。“我还以为自己从这棵树上赚了100美元呢。”

“那是因为你没有按照一般公认的会计原理，把支出与收入匹配起来。”女士解释说。“有些东西，会计认为是费用，但你也不必当真开出支票来。比方说吧，你前一段时间买了一辆旅行车，你偶尔会用它拉苹果去市场。旅行车你肯定会用上一段时间，每一年，它的部分原始成本，就得从收入里扣除。哪怕你买车时是一次性付款的，你也应该把该款项的一部分摊到今后的若干年里。会计师把这叫做折旧。我敢打赌，你在计算利润的时候，从来没把这个算进去过。”

“你说对了，”老人回答，“你再多讲一些吧。”

“我翻看了几年前的账目，我发现苹果树有些年份结出的果实比较少，卖出的价格不一样，每一年的成本也略有差异。取最近3年的平均数，我认为，以45美元作为这棵树的利润，应该比较公平。不过，要计算果树的价值，这还只是一半。”

“这部分更棘手了，”年轻女士对老人说。“现在我们必须要算出，对这棵平均每年能带来45美元利润的树，我拥有它的价值是多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

少。如果我认为这棵树只能活一年了，那么我会说，它一年的利润就代表了它的价值，也就是45美元。”

“但要是我们都认为，这棵树就像一个能年复一年产生盈利的企业，那么，关键就是要算出它的恰当回报率。换句话说，我把自己的资本投资在这棵树上，我需要计算一项每年能给我带来45美元收入的投资，对我价值多少。我们可以把这个数字叫做这棵树的资本化价值。”

“你心里有什么想法？”老人问。

“我正在琢磨呢。如果这棵树能产生完全稳定且可以预测的年利润，它就像美国国债一样牢靠了。但它的收入并无保证，所以我们还要考虑到风险和不确定性。如果它倒闭的风险很高，我会说，这一年的收入就代表了这棵树价值的很大一部分了。毕竟，你有可能碰到苹果在市场上供过于求的情况，那时候你只好降价出售，从而增加了销售成本。”

“又或者，”女士继续说，“某个医生发现每天吃苹果和心脏病发作之间有联系。再比如，发生干旱，造成果树减产。果树有可能染上疾病，枯死了。这些都是风险。我们甚至说不清，我们负担的成本是不是有所值。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“你太悲观了，”老人回答，“说不定市场上也会出现苹果短缺，造成价格上涨呢。说到这一点，你还可以想想，兴许我卖苹果的价格低于市场上人们愿意支付的价格，你可以提价，又不会降低销售额。此外，还有一些措施，你知道的，可以增加果树的产量。这棵树可以帮助你建起整整一座大果园。这些事情都能提高收益。”

“减少你所说的那些成本，也可以提高收益，”老人接着说。“加快从收获到销售的时间，更好的管理赊账，将坏苹果的损失压到最低限度，这些都可以降低成本。降低成本能改善总销售额与净盈利之间的关系，用经济术语来说，就是树的利润率。反过来，这又能改善你的投资回报。”

“这些我全都知道，”女士自信满满地对老人说。“事实上，我们在讨论的是风险。投资分析是件不讲情面的事情。我们没法确切地知道将来会发生什么情况。你想现在就拿到钱，而我买了你的树以后，却要跟风险共处了。”

“跟风险共处，我倒是没什么问题。但我只能预先做好最坏的打算，而不是出了事再来后悔。毕竟，我的资源很有限。我要从你的树和前面那家人的草莓园里做出选择。我不能两样都买。买了你的树，就剥夺了我另外的投资机会。这就是说，我必须对机会和风险进行比较。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“为了判断恰当的回报率，”女士接着说，“我观察了相较于苹果树的其他投资机会，尤其是考虑到了前述所有因素的农业综合行业里的投资机会。接下来，我根据对你这棵树所掌握的情况，调整了我的调查结果。基于这些判断，我认为，对这棵树来说，20%的回报率是比较恰当的。”

“换句话说，”她总结道，“假设这棵树过去3年（看起来这是一个代表时期）的平均收益象征了我能得到的回报，我愿意用能带给我20%投资回报率的价格来买下这棵树。回报率再低的话，我就不买了，因为没这个必要；我随时都可以抽身而出，去买草莓园。现在，要算出价格，我们只需把每年45美元的利润除以我要求的20%的回报率就行。”

“除法从来不是我的强项。有什么简单点儿的方法吗？”老人满怀希望地问。

“有，”女士自信地说，“我们可以用华尔街爱用的一种方法，它叫做市盈率，也即价格与收益之比。计算市盈率，你只需要用100除以我们说的回报率就行。假设我愿意接受8%的回报率，那就用100除以8，结果等于12.5。所以我们的价格——收益比就是12.5:1。但既然我想靠我的投资赚到20%，那我需要用100除以20，市盈率是5:1。换句话说，我愿意按这棵树预计年收益的5倍来买它。用45元乘以5，我得到的价值是225美元。我的出价就是这么多了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老人把身体向后靠了靠，说他非常感谢年轻的女士给他上的这一堂课。他会认真考虑她出的价，并请她明天再来。

一场关于现金的对话

第二天，年轻的女士回来，发现老人跟前摆了一大堆工作表、数目表，他还拿着一台计算器。“很高兴见到您，”老人高高兴兴地说，“我想我们不妨坐下来再聊聊。”

“你们这些华尔街的聪明人，总是按照低于真实价值的价格买入人们的财产，所以才赚了那么多的钱。我想让你看看，这棵苹果树的价值超过你算出来的那个数。”

“我洗耳恭听。”女士说。

“你把昨天算出来的45美元这个数字叫成利润，或是我过去赚到的收益。我觉得它并没有透露出什么重要信息。”

“它当然透露了，”女士抗议道。“利润衡量的是效率和经济效用啊。”

“说得好，”老人若有所思地说，“但它显然没告诉你，你到底能得到多少钱。昨天你走之后，我看了看自己的保险箱，找到了几份股票凭证，它们从来没给我分过红。但这些公司却年年向我报告说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

它们的收益是多么好。现在我知道，收益增加了我股票的价值，但增加不了我能花销的股息。我的树可不是这样。”

“你算出来的收益偏低，因为有些钱我从来就没花过，比方说我旅行车的折旧费什么的，”老人继续说。“在我看来，这些利润啥的都是会计搞出来的东西。”

出于好奇，女士问：“那您觉得什么才重要呢？”

“现金，”老人回答。“我指的是你能够开销、储蓄，或者留给孩子的现钱。在未来的若干年里，这棵树会扣除成本后仍能产生收入。再说，我们要估计的是它的未来，而不是过去。”

“可别忘了风险，”女士提醒老人，“还有那些不确定的东西。”

“您说得完全正确。”老人说。“如果我们能给将来的收入和成本划出一个可能的范围，又知道前些年的年利润在45美元左右，那么，我们可以对未来5年的现金流做一个公平的估计。您看这么说怎样？现金流在40美元的概率是25%，是50美元的概率是50%，还有25%的概率它能冲上60美元。”

“这也就是说，如果你把所有的概率扯平，那么我们猜，50美元应该是最合适的。”老人说。“接下来，我们再假设5年过完以后，未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来10年里它的现金流平均是40美元。之后就没了。果树专家告诉我，15年以后这棵树就长不出来果子了。”

“现在我们要做的，”老人总结说，“是这样算一算：你明年、后年、大后年，一直到第5年，每年得到50美元，再之后的10年，你每年得到40美元；再之后，你还能把树砍了当柴火，得到20美元。那么，你现在该掏多少钱呢？”

“这倒简单，”女士承认。“你只要算出包括折余价值在内的未来进项的现值就行了。当然了，你需要判断折现率是多少。”

“没错，”老人附和说，“我的这些图表和计算器就是拿来干这个的。”老人给女士看了折算表，说明在不同折现率之下，将来收到的1美元现在分别值多少。女士点点头。从表上来看，倘若折现率是8%，那么一年之后收到1美元，现值是0.93美元，因为今天的0.93美元，按8%的收益率进行投资的话，一年以后就能带来1美元。

“你可以把钱存在储蓄账户里，稳稳当当地得到5%的利息。但你也可以购买美国国债，根据现行利率，它大概能给你带来8%的利息。在我看来，这就是无风险利率了。你把钱放到其他任何地方，都丧失了毫无风险赚8%的机会。但按8%来折现的话，只补偿了你把钱投在树上而不是美国国债上的时间成本。但来自苹果树的现金流并非毫无风险，所以，我们需要用一个较高的折现率来补偿你投资的风险。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“假设我们同意用15%的折现率，计算上面提到的各项未来收入的现值。这种风险度的投资，一般的折现率都是这么多。你可以去找我的邻居打听看看，他昨天刚把自己的草莓园卖掉。根据我的数字，预计年利润的现值是268.05美元，柴火的现值是2.44美元，加起来是270.49美元。我要个整数好了，270美元。我给风险留出的调整余地已经很大了，因为要是我用8%的折现率，算出来的数会是388.60美元呢。”

年轻女士想了几分钟，对老人说：“你昨天假装要我教你，可真够狡猾呀。你只是个种苹果树的果农，从哪儿学到了这么多金融知识？”

老人笑了：“智慧来自在多个领域积累的经验。”

“我喜欢这个小练习，让我给你讲点金融天才们对我说的事儿吧，”女士回答，“不管是根据你用的这种现金流折现法，还是我提议的资本化收益法，只要我们俩都足够正确地运用了它们，算出来的价值应该是完全一样的。”

“没错！”老人大声说。“看来，天才小子们迎头赶上了！聪明人不光会看从前的收益，在预测未来现金流时，还会考虑到管理层的因素。问题是，哪种方法出错的可能性更大呢？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“较之收益，我更喜欢我的现金流方法，因为它用不着处理像旅行车折旧这一类我根本没有付出的成本。而要是用你的方法，就必须对这一类东西的使用年限、折旧速度做出武断的假设。你出错的地方就在这儿。”

“说得好，你这狡猾的老鬼，”女士还嘴说，“但你应该知道，你的计算里也有相当大的错误空间呢。在现金流准确而稳定的时候，折现很容易；可要是将来出现一些大笔的一次性费用，它们就派不上作用了。比方说，几年以后，你的树需要来好好地修剪枝叶、大规模地喷洒农药，这笔钱可不会出现在你的现金流里。这种一次性的劳动力和农药支出，让你的计算失去了准头。”

“听我说，”女士一鼓作气道，“我给你250美元。根据我做的严格分析，这个价我可真是买贵了。但我真的很喜欢这棵树。我想，愉快地坐在它的树荫下乘凉，也能值上几个钱。”

“成交，”老人答应了。“反正，我从没说过要卖给出价最高的，我说的是，卖给出价最准确的。”

寓意

老人和树的寓言故事介绍了好几种评估生产性资产（单一资产或整个企业）的方法。第一个人50美元的出价，是根据树的折余价值来的，有时候也叫“残值”。给生产性资本、企业或股票估价，这种方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法恐怕是最不合适的（尽管20世纪80年代喧嚣并购潮中，许多骗子另有说法）。

第二个人100美元的出价只看了果树一年的收益，忽略了它今后的盈利能力。互联网卖苹果小子1 500美元的高出价，只是把未来的预期收益简单地加起来，忽视了金钱的时间价值。要进行恰如其分的估价，这些方法全都不够资格。

医生的出价代表了一种基于市场的估价方法，它以其他买家愿意出多少作为参考基准。但只有当拟议资产或类似资产在相当成熟的市场里存在定期交易，这种技术才能发挥作用。即便如此，这也是个自循环式的方法，因为它用问题（在其他人心目中，它值多少？）来求索答案（根据其他人的看法，它的价值是多少）。

最后一位买家和老人分别采用的是资本化收益法和现金流折现法，他们一致认为，这两种方法最合乎情理（请注意，如果这两种方法运用得当，得出的答案应该是相同的）。最终，他们达成了交易。买家倾向于收益法，因为有关收益的会计准则能够相当准确地反映真实的经济状况。老人对这些会计准则不怎么信任，主要是因为它们要从收入里扣掉折旧部分，而对折旧是否准确地反映了真实的经济状况，老人并无把握。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管理智的人可能提出不同的意见，但这两种方法都表明，估价不是愚人的游戏。买家和老人都正确而明智地意识到企业分析中敏锐判断力的重要性。你选择的投资类型，不确定性越大，你的判断力就越是要像剃刀那么锋利。

挑选指数基金甚至共同基金需要的知识和判断最少；挑选经典股，所需判断力稍低；挑选优质股，判断力要多点才行了；挑选新秀股，所需判断力最多。从苹果的角度讲，老人的苹果树类似于通用、杜邦或联合技术公司这种经典企业。它成熟，富有生产力，有着长时间的跟踪记录。

另一种极端大概要算初创的网络公司了，它们只有纸面上的记录——一个商业方案。用苹果来打比方，就相当于是一袋子苹果树种。就算原料都有了，你面前仍然摆着整个执行的部分。你仍然有一些可以用来评估将来前景的基础，如种子、土壤、肥料和果农的素质等。但此时，你需要的判断力比面对一棵成熟的果树时要多得多。

这则寓言还有一些额外的寓意：方法是有用的工具，可良好的判断力不单靠方法，还要靠经验。经验来自过去的判断失误。仔细听专家怎么说，要留心他们不告诉你的那些事。在他们自信满满的断言背后，总藏着一大堆不和谐的风险和不确定性。错误的假设，能把你带到远离真相的地方。最后，你不会永远都是个学习的年轻人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基本常识

老人和最终买家都有着共同的企业分析头脑。这种针对个别企业的思维定势必须以若干整体条件为基础，也就是经济学家所谓的宏观经济背景，如利率、税收、通货膨胀率，以及金钱的时间价值（或复利）。

复利

沃伦·巴菲特在32岁的时候，写了一篇诙谐的小品文，对货币的时间价值做了有力而直观的介绍：

我从一些不怎么可靠的来源听说，当年伊丽莎白女王赞助哥伦布航海的费用大约相当于30 000美元。我们至少可以把它看成是风险投资的一次成功尝试。姑且不考虑发现新大陆给人们心灵上带来的所得，有必要指出……这笔交易并不完全是IBM故事的再版。非常粗略地算一下，这30 000美元，若按每年4%的回报率投资，积累到今天，差不多该有2万亿美元了……

整整2万亿美元，这还是按4%这个非常温柔的回报率来算的。复利小看不得，它能给人带来极大的惊喜。巴菲特把这篇小文章叫做《复利之乐》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这就难怪有人会编出以下这个小故事了：有一回，巴菲特挤进了拥挤的办公楼电梯里。所有人都盯着电梯顶上的楼层指示灯，只有巴菲特在扫视电梯的地板。他走出电梯的时候，弯下腰，从地板上捡起了一分钱。电梯门在他身后合上，一些乘客的脸上露出嘲讽的笑容，其中有个人说道："他的下一个10亿美元，就是打这一分钱开始的。"

如果你觉得今天的一分钱积累不成高山，那不妨想一想它会随着时间涨成什么样！这就是货币未来价值带来的欢乐——复利越高，金钱的未来价值越多。你可以通过两条途径来获得复利。你可以早早地把钱存起来，也可以寻找更频繁的回报（利息或股息分红），并将之再投资。这就是为什么积累财富需要你早储蓄、多储蓄，并且只在价格合适的时候投资。

投资者会牢牢把握复利之乐，因为它是一种能够迅速评估各种投资机会的有用工具。要方便地进行比较，你只需计算在不同复合收益率（或复合利息）之下，定量的金钱多久才能翻一倍就行了。

这就是所谓的"72法则"，也就是说，用72除以给定的回报率，就能算出一笔钱翻一倍所需的大致年限。例如，一笔复合收益率是9%的投资，8年左右就能翻番（72除以9等于8），一笔复合收益率是6%的投资，翻番需要12年（72除以6等于12）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

72法则能说明现在的钱和将来能收到的钱之间的各种关系。比方说，你希望一笔钱过一定年份涨到某个数目，用72法则可以算出必须的回报率是多少。又或者，你知道回报率是多少，也知道一定年限后你想要的数目是多少，你可以靠它算出现在需要多少本钱才够。

这里举个例子。如果从现在开始算起到未来40年，每年的平均回报率是9%，要想在65岁时退休时变成百万富翁，一个25岁的人现在需要存多少钱就够了呢？我们从65岁时的100万美元开始倒推。按9%的复利计算，一笔钱大约每8年能翻一倍，那么，在57岁的时候，这个人需要有50万；49岁时，需要25万；41岁时，需要12.5万；33岁时，需要6.25万；那么眼下的25岁，她只需要31 250元就够了！

倘若这说明了复利之乐，让我们再来用72法则解释一下较高回报率能带来的好处。假设对这个25岁的年轻人来说，未来40年的回报率不是9%，而是只有6%。现在，她的钱大约每12年（不再是8年）才能翻上一倍了。所以，自此以后12年，她37岁时有了6.25万元；49岁时有12.5万；61岁时有25万；73岁时有50万；她要到85岁时才能最终变成百万富翁！

利率

苹果树寓言里微妙却最为重要的一点知识是，利率在资产估价中发挥着重要作用。老人提到，美国国债的利息，就是无风险利率。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

评估国民经济中其他资产的价值（包括企业的价值，企业股票的价值等）时，这一基准利率起着决定性的作用。无风险利率为风险资产的价值确定下了标准。无风险利率越高，风险资产的价值就越低；无风险利率越低，风险资产的价值就越高。

沃伦·巴菲特在接受《财富》资深编辑卡罗·卢米斯采访时曾经少有地做了一次公开评论，他说，在20世纪60年代末70年代初无风险利率非常高的时候，股市的平均价格相当低迷。从20世纪60年代初到70年代末，道琼斯指数几乎丝毫没涨，因为对购买股票的投资者来说，他们所得的回报率必须高过当时的天价无风险利率，投资才划算。而在无风险利率很低的20世纪80年代中期到21世纪初，股票的平均价格一路飙升。此时，投资者能够相对容易地获得风险贴水（高于无风险利率的回报），道琼斯迎来了史上最大的一轮牛市。

税收

除了炒股亏钱之外，很多业余的短线炒家还忽视了飞快地买进卖出股票，累计起来要纳多高的税。这部分的损失，除了直接给出去的税款，还包括税款的时间价值。

假设你买下了一项总年限为30年、年回报率在15%的投资，它会把每年的投资复利都累积起来，在投资到期之前，你无须为它纳税。再假设投资在第30年底到期之后，你从它那里所得的收入扣掉了35%的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

税。这意味着你的税后年回报率约为13.3%。这么高的回报率，相当难得了。

让我们再来做一个相反的假设。这笔年回报率为15%的30年投资，每年都付给你15%的回报，而这笔钱，你每年都要纳税35%。你的税后年回报率一下子就缩水到9.75%上下了。你说，净回报不算差嘛，可这就比30年后一次性纳税的情况少了3.5%的回报率。在长达30年的时间里，3.5%的复利差距意味着相当大的一笔钱了。

不管投资回报率处在什么水平，事情都是这样；哪怕回报率较低的时候也不例外。倘若投资的税前回报率是10%，只在第30年底一次性扣税的话，税后回报率约为8.3%；而要是你每年都要为它带来的收入纳税的话，回报率就只有6.5%了。同样的道理，2%的复利差距积累个几十年，最终会变成好多好多钱。

通货膨胀

在我们的寓言故事里，商学院的辍学生不懂得货币在不同时间的价值是非线性的。大多数时候，通货膨胀和回报不同，各种回报彼此之间也有差异。4%的年通胀率指的是，1月1日可以用100美元买到的一堆商品，到了12月31日得用104美元才买得到了。但要是你在那一年里，把100美元放进利息为8%的储蓄账户，到了年底，你账户余额为108美元。倘若没投资的话，这100美元在购买力上会减少到大约96美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元，而投资之后，你的购买力约为104美元（也就是108美元减去4%通货膨胀率给购买力带来的影响之后所剩下的余额）。

这些宏观经济因素都对价值有着影响，尤其是税收和通货膨胀决定了你的总回报让你增加了多少购买力。在进行估价的时候，每当利率变动，都必须重加调整。做个企业分析师，需要你对这些东西有认识，但你没法预测它们。正如巴菲特所说：“股市、利率或商业活动，一年以后会是什么样子，我们从来没法设想，以前没法，现在没法，将来也没法。”不过，要搞投资这一行，你怎么也免不了要吃些菠菜进进补。严格按照商业投资菜谱进食的人，肌肉会更发达，身体会更壮硕。接下来，我们将为您送上第二堂课。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第7章　你的能力范围

投资者应回避在自己能力范围之外的股票；购买不在自己能力范围内股票的人，是赌徒、投机客，要不就是呆瓜。如果你缺乏理解一家企业的知识基础，也就是评估价值——价格之间差距的最终基础，却还是买了这家公司的股票，那你就跟拉斯维加斯或大西洋赌城里的扑克牌赌徒没什么区别。你所做的一切，无非是猜测、希望，甚至祈祷事情朝着对你有利的方向发展。但除了碰运气，你实在拿不出什么理由来说自己的想法没错。

在投资任何企业之前，你要做的第一件事，是确保自己对该企业有着基本的理解。你要熟悉它的产品、客户、销售环境，等等——简而言之，也就是它的经营气候。

理解宝洁这类的企业跟理解应用材料公司（Applied Materials）这样的企业是完全不同的。前者生产和销售各种我们熟悉的日用品，如花生酱、肥皂和牙膏；后者生产和销售各种高技术材料，用于半导体行业，如平面晶体管和多晶硅的镀膜、蚀刻、离子、植入和计量等（看得懂吗）。

在做出投资决定之前，先获取必要的资料，判断企业是否在自己的能力范围之内，这很容易。上美国证交所维护的网站，或是联系华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

盛顿特区的证交所总部，或它的各区域办事处。要不就直接上各公司的网站。你甚至可以从许多其他网站上搜索证交所的数据库。

找到公司年报里“管理层讨论及分析”的部分。这是对该公司的叙述性的评定，应该有助于你判断自己是否能理解它。另一种有用的参考来源是董事长或CEO的公开信，你既要看它讲了公司的哪些情况，也要看它回避了哪些情况。多读年报，能让你学到许多知识，你读得越多，越能更准确地评估它们。

初始范围

能力范围应当根据你理解企业及其经营气候的天资和意愿来划定。你的知识和资质定义了这个范围的界限；这些界限框定的内容，就是你能对什么样的企业做出明智的投资决策。超出了这一范围的企业，要么太难，你理解不了；要么变化太快，你跟不上它的节奏。

要定义你的能力范围，请先从你自己从事的行业开始。零售店经理可能比较擅长理解药品连锁店CVS、Walgreen’s、服装连锁商盖普、家得宝；餐厅员工可能更长于理解麦当劳。在能源行业就职的人一般懂得这一行，知道埃克森美孚、德士古公司是怎么一回事。工程师和科学家们更容易摸清陶氏化学和杜邦公司；搞电信业的人对MCI、AT＆T和朗讯更有把握。医生显然在评估礼来和辉瑞制药公司时有一定的优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

势。而若是评估约翰迪尔（John Deere)公司，农民说不定比一般华尔街银行家更准确。

再想想你平时买什么、用什么，你是怎么做的。你兴许知道美国家庭用品公司、宝马、联邦快递、索尼公司不少情况；至少，你能比自己想象里更好地理解它们。如果你喜欢巧克力，试试理解雀巢；如果你是啤酒爱好者，看看百威和喜力；如果钻石是你最好的朋友，那就去找蒂芙尼吧。

对你所在地的区域性公司也一样。纽约的联合爱迪生公司、落基山脉（南达科他州、怀俄明州和蒙大拿州）的黑山电力公司、芝加哥的第一奥克斯地方银行，洛杉矶的威尔希尔地方银行，以及东南部（阿拉巴马州、佐治亚州和佛罗里达州）的阿拉巴马国立银行，对生活在这些地区的人应该比较容易理解，调查起来也有意思。对常驻某地的大公司也是一个道理，比方说西雅图的波音公司、亚特兰大的可口可乐公司、达拉斯的金佰利公司、密尔沃基的江森自控有限公司。

那些自然而然就在你能力范围的公司，跟那些表面上看不怎么明显、其实也挺符合的公司之间，存在什么样的联系呢？如果你是干零售业的，古琦、拉夫·劳伦和爱马仕国际这些服装公司怎么样？像凯尼斯·柯尔（Kenneth Cole)这样的后起之秀又如何呢？体育迷可能更希望多对耐克有些了解；音乐人嘛，钢琴制造商施坦威不错。只要你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

确定了自己正在从事或感兴趣的领域，上各大投资银行或知名网站上看一下该领域的公司清单，合适的例子就源源不断地涌出来了。

找出你有所认识的若干公司和行业之后，为进一步清晰地划定你的边界，你需要问自己几个有关该公司的常识性问题，评估该公司是否够资格进入你的范围。如果你能回答这些问题，那么该公司可能够资格，如果你回答不出来，重新选一家更有把握的公司，再问一遍同样的问题。这里列出一些关键性问题。

这家公司销售哪些产品？提供哪些服务？剃须刀（吉列）、计算机芯片（英特尔）和游艇（嘉年华公司）可是大有不同的。你理解这些产品吗？你知道它们是怎么用的吗？

这家公司生产的产品是人们需要的吗？人们肯定需要剃须刀和芯片，但豪华游艇度假这种奢侈品可就不见得了。在不确定的将来，这些产品会有人需要吗？牙膏（高露洁）、纸张（Mead纸业）和宠物用品（你还记得是哪家公司生产它们吗？），不一样的地方可太多了。今天的需求和明天的需求也大不相同（要是电解和激光去须技术有了长足发展，说不定剃须刀就没人用了；目前正处于研发阶段的化学动力芯片，有可能替代现在的计算机芯片）。

较之可能的替代品，该公司的产品有些什么特色呢？可口可乐和百事可乐之间的区别虽然微不足道，但消费者是不是这么想的呢？饮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

料行业，以及其他许多日用消费品行业，产品的细分有可能带来极大的成功。

换一种方式问，这家公司有没有可能提高产品价格，又不会造成销量下降呢？嘉年华公司对它的游艇提价，恐怕比Mead对它生产的纸张提价要容易许多。提价又无损销量的能力，叫做“经济商誉”。有些公司让自己的产品在消费者眼里别具一格，让自己的产品显得值得多花钱购买，从而获取了更多的经济信誉。B&O成功地做到了这一点，它将自己的形象提升成了“高端”音响和其他影音器材生产商。

接下来，是对产品市场提出同一类的问题。公司的目标客户和客户群是什么样的？是青少年（如电子音乐），还是退休人士（医疗设备）？是男性，还是女性（体育用品、服装、化妆品）？

该公司是否有相当大的一部分收入来自极少量的客户，比如像宝洁（13%的销量都来自沃尔玛）一样？它是有数百万的客户，还是只依赖少量的客户？（可口可乐公司又超过1.4亿的小经销商客户，产品经这些小经销商之手，卖到终端顾客手里。）

公司对客户的依赖性到了什么程度——主要客户是否足够强健稳定？哪怕企业有着久经时间检验的知名产品，也会因为主要客户的政策变化蒙受重大经济损失。美泰（生产著名的“芭比娃娃”）和孩之宝（手下有大量强势品牌产品，如“星球大战”系列和“宠物小精

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

灵”系列玩具），都曾因为大客户玩具反斗城在库存控制上的重大变化（玩具反斗城把大部分库存成本从自己的门店转嫁给了制造商）饱受财务冲击。

公司如何销售产品？直邮（如戴尔）和门店（如星巴克）是截然不同的分销模式，反过来说，它们跟通过互联网销售（比如亚马逊公司）、行业制造商对本行业客户的销售（如江森自控公司和通用电气公司）也完全不同。

公司有哪些地域性市场？亚洲经济衰退可能会给主要业务在此开展的跨国企业造成重大利润损失，1998年的亚洲金融危机就让宝洁和可口可乐这样的老牌知名企业受了重创。不过，由于这两家公司的业务范围遍及全球，它们还是在挫折中存活了下来。

面对经济和商业条件的变化，公司能否迅速适应，甚或把握先机？能够激动灵活地将旧经济业务和新经济战略结合到一起的公司（比如通用电气）是值得信任的。你能判断出哪些公司具备这种能力吗？

这些常识性问题还可以继续问下去，比方说：公司的供应环境如何？员工关系怎样？它是否在政治或经济极不稳定、风险特别大的地区开展业务？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

靠着这些问题，应该足够检验出一家公司是否在你的能力范围之内了。还是那句话，如果你能回答这些问题，那么这家公司或许够资格划入你的能力范围，如果你回答不出来，就重新找一家你更熟悉的公司试试看。

格雷厄姆建议说："选择面是很大的。在选择的时候，不光要看个人的能力和知识；兴趣和偏好同样重要。"巴菲特也说过："你不必精通每一家公司，甚至不必精通多家公司。你只需要能够评估在你能力范围内的公司就行了。能力范围有多大并不太重要；但了解它的界限却是关键。"如果非要你在范围大和边界清晰之间做出选择，记得选后一个。当然了，较大的能力范围能赋予你更多的机会，所以，努力扩大它吧。

能力范围的培养

你范围的边界必须随着时间而改变。如果你原地踏步，有些原来属于你范围的公司说不定干脆就消失了。假设你现在是时尚界大师——比方说你在纽约服装行业工作，或是大型零售连锁店（如萨克斯第五大道精品百货店）的采购，你肯定知道为了在未来5年内保持大师地位，你必须在这一时期不断学习新东西。事实上，尤其是在时装行业，你必须每天都紧追慢赶，因为时尚是一门飞速变化的行业（看它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的名字就知道）。色彩、裙摆、剪裁、谁热门、谁落伍，时时刻刻都在变。为了保持领先地位，你必须主动改变。

如果你10年前在一个行业里待过，你光凭借对它10年前的认识来评估现在该行业里的公司，这样的位置对你来说是非常不利的。以图书出版业为例，这一行在过去10年发生了飞速变化。例如，在分销渠道，首先是巴诺和Borders这类连锁书店的兴起，使得许多旧式独立书店黯然失色；接着，像亚马逊这一类网上书店的兴起，再次改变了这一行的角力局面。整个图书出版业发生了大融合，变成了更宽泛的娱乐行业的一部分。

这一时期，出版业人士需要不断扩充自己的相关知识，同时对自己的投资能力范围重加调整。如果一位编辑、出版商或其他业内人士抱着固有的认识不变，不光有可能失去职业竞争力，还磨损了对自己所在行业的投资眼力。如果你现在停止学习，随着世界的变化，你知道的东西就减少了。而随着世界的变化，哪怕你只想停在原来的位置，也得知道更多才行。

能辨明行业发展趋势的人，能够更好地确认这个行业里的哪些企业有可能保持领导地位，或脱颖而出。意识到自己了解的行业会受其他哪些你不怎么了解的行业所影响，这一点同样重要。图书出版业把原来两三公斤重的书放进了磁带或光盘里，给音乐行业造成了竞争——人们在汽车里，甚至在自己的家里听起书来，不再听音乐了。把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

好几十本百科全书装进一张光盘的做法，咬掉了传统印刷百科全书行业很大一块利润。

面对来自其他行业的入侵和本行业的被动转变，要想保持能力范围，你必须对这些“其他”行业有所认识。这就是说，要维持你的能力范围，你不光要对属于这个范围里的东西了如指掌，还要不断扩大你的能力范围，把那些有可能造成影响的东西囊括进去。

有些人从小在技术环境下长大，对电脑、数字化和互联网比对时尚和出版懂得更多。所以，他们最初的能力范围可能仅限于技术行业的公司。然而，光是坚守这些行业很危险。其他行业（比如时尚和出版业）如何使用来自高科技公司的技术，对高科技公司价值的影响是很大的。

同样道理，在时尚或出版行业工作的人，对这些领域可能比对技术更为了解，他们的最初能力范围大概也会是自己这一行里的企业。可高科技公司推动着时尚和出版业的变化，要是他们不了解这些技术公司的知识，以后对时尚和出版的认识也会越来越少。

所有公司和行业都会因为外力而发生改变。这些外部力量包括全球化、计算机信息化，美国服务行业的兴起、全球电子商务行业的兴起，等等。跟上这些发展，有助于判断变化带来的冲击。还有一些很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

难衡量的外部力量，如战争、贸易争端、石油价格上涨和地震。这就需要进行精妙的平衡。

格雷厄姆说："有些不在公司控制能力之内的因素，同样会对公司股票价值造成影响。行业前景、整体业务环境、股票市场环境，通胀或萧条时期、认为市场影响、对证券类型的偏爱——这些因素无法用严格的比率或安全边际观点来衡量。你只能靠着频繁接触金融和行业新闻，获取全面的知识，对其进行判断。"

巴菲特对此表示赞同，但他更强调要选准企业（也就是说，不管出现什么样的外来因素，都能蓬勃发展的企业），而且，绝不能沉浸在能够通过水晶球预知未来的幻想里：

我们以后仍将忽略政治和经济预测，对许多投资者和商业人士来说，它们实在是太分神了。30年前，没人能预见到越南战争大规模爆发，工资和价格受控，石油冲击来了两轮，一位总统辞了职，苏联解体了，道琼斯指数一天之内跌了508点，或是国债收益率居然会在2.8%~17.4%的范围里上下波动。

然而，叫人惊讶的是，这些重磅炸弹新闻对格雷厄姆的投资原则没有丝毫地削弱……恐惧是投机者的敌人，却是基本面分析人士的朋友。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

未来30年，肯定还会出现另一轮重大冲击性事件。但我们绝不会试图去预测它们，也不会试图从中牟利。

所有公司——不管是经典企业、优质企业还是新秀企业，都会出现特点和性质上的变化。销售量和收入不断上涨的经典企业，可能会因为竞争对手和新进入者的挑战，重要市场的低迷，或客户、供应商改变了业务方式，而走上了下坡路。销售量少、没有收入的新秀，也可能逐渐成为行业主宰，扼杀竞争，最终产生巨大的收益和价值。优质企业走上这两条路的可能性都存在。

哪怕所有的企业都要变，一部分企业却一直守着一点不变，这一点，也就是客户总是回来找它们的原因。如果你的能力范围中有这样的公司，那一定要多加关注；它们非常罕见，非常珍贵，巴菲特称之为“早晚总会成功的公司”。

在维护和扩展能力范围的过程中，要注意到，会对行业和企业造成影响的变化，是遵循着某些界定清晰的轨迹的。业务变化并非不可预测，只是很难预测罢了。业务变化的类型和模式千变万化，但这些潜在的无穷变化可以用很简单的方式归纳组织起来，让你从盈利性的角度来思考这些变化。主要的模式一般跟产品及其品牌知名度、商品特点、供给的来源及成本、分销链、客户习惯和口味、业务及组织设计相关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以品牌商品的模式为例。有些企业能将一种日用产品变成品牌产品，比如高乐氏的漂白水，柏杜的鸡肉。品牌产品也有可能变回日用产品，走上福特T型车和胡佛真空吸尘器的道路，或者像施乐复印机和金宝汤那样，品牌的特权价值降低了。了解公司的品牌定位很重要，但更为重要的是了解品牌的承诺，以及品牌推广、保护和扩大这一定位的能力。

供应模式能够减少或增加公司必须维持的库存量。能减少库存的企业，最终能降低成本，提升利润。戴尔和供应商建立了紧密的联系，消除了相当大部分的电脑部件库存。IBM和康柏在这方面做得可就差得多了。

分销模式一贯重要，在互联网的曙光阶段，它得到了大量的关注。同一时期，产品直销消失了。富勒刷子的推销员，送牛奶上门的推销员、雅芳小姐，都曾给各自的公司带来过可观的利润优势，但随着美国转向郊区生活，汽车、高速公路、购物中心和商场的大规模出现，情况发生了变化。当然，随着直销人员的改头换面，开始为家庭直接运送电脑、书籍和杂货，有些事情再度起了变化。

捕捉到了大众暂时性想象的可笑产品，兴许能产生一些短期利润（如呼啦圈、溜溜球），但这一类产品最典型的模式是，大众的口味突然消失，产品的利润转移到了收藏家和交易商手里（eBay就是这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

起家的）。持久的模式才能带来长期利润中心，比方说纳贝斯克糕点公司就利用健康饮食的发展趋势，生产低盐低脂食物。

业务组织和设计会随着企业经营和竞争的环境大幅变动的：

全球化使得许多公司（如宝洁和施乐）重组管理层结构，从前按地区划分事业部，现在是按产品线划分事业部。

互联网和电子商务的兴起，使得许多公司开创了全新的业务领域，在线销售其产品；或把现有业务的主要部分进行调整，利用互联网销售的低成本和大覆盖范围。通用电气是双管齐下的。

转向服务利润中心、利用较少的硬资产释放更多的利润，使得许多公司把部分业务承包给了管理人员，不再是直接所有。巴诺书店进入大学图书市场就靠的是这种方式。

能够调整组织结构和业务设计来迎合多变的需求和机遇的企业，是值得多加注意的好公司。如果你注意到有一家公司不断这样自我调整，那不妨多去了解一下它。就算这些公司进不了你的能力范围，你也可以靠着研究它们得到的知识，扩大你的能力范围。可口可乐和迪士尼就是很好的例子。

可口可乐公司的主要业务是在全世界销售饮料，浓缩糖浆构成了可口可乐的品牌，但“美汁源”（Minute Maid)和其他近200多家企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也是以此为生。可口可乐公司把大部分的资源用来推销自己的品牌，提高消费者认知度，并靠着多家独立和全资所有（以及部分所有）的瓶装商，维持、扩大自己的瓶装饮料业务。20世纪80年代，可口可乐公司看出，它的主要客户不再是直接饮用可乐和其他品牌饮料的终端消费者，而是全世界范围内分销饮料给终端客户的经销商，于是对自己做了彻底的改造。这次转型是在可口可乐前CEO罗伯托·戈伊苏埃塔领导下完成的，本书在最后一章对此做了更深入的讨论。

迪士尼的主要业务基本上是通过美国广播公司(ABC)、ESPN、主题公园和度假地广为传播的创意内容（电影、动画和图书）。迪士尼的独特之处在于，去迪士尼乐园（尤其是带着孩子或孙子）是一场无与伦比的经历。而且，迪士尼不断振兴着自己的业务，它挤入电视行业，开发能以多种形式（电影、磁带、主题公园、服装和纪念品等）销售的重磅产品，还利用互联网来进一步拓宽自己的创意内容和分销渠道。

以上并未详尽地罗列出所有模式，但它们都是能调整、重塑你能力范围，值得你加以关注的重要趋势。下面，为了重塑你对公司的认识，把它们变成你能力范围之内的东西，让我们来仔细探讨一些案例吧。

全面的能力范围

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

让我们从本书开头提到的三大类别中各选一家来讨论吧：经典公司——通用电气，优质公司——微软，新秀公司——亚马逊。这些都是财经媒体广泛讨论的重要企业，但它们区别很大，它们的历史、产品、金融和业务特点各不相同。

通用电气公司在相当多的行业里开展业务，部门众多。它最重要的部门是冰箱等电器、灯和灯泡等照明用品、全国广播公司(NBC)、飞机引擎、资本服务（它本身就是一个有着30多家分公司的多元化集团，在全世界开展各种消费者和商业金融活动）、从汽车到CD光盘都要用到的塑料，以及工业、医药、电力和运输系统（如工厂自动化、医疗设备、燃气涡轮机和火车头等产品和商业解决方案）。

了解通用电气是一项高难度任务，因为它需要你对金融、广播、消费者和工业等不同行业有一定的基础知识。但要是你读过它过去几年的年报，并特别注意到前CEO杰克·韦尔奇（我们会在第14章讨论他）撰写的致股东的精彩信件，你一定会对该公司及其运营方式产生清晰的认识。事实上，韦尔奇认为，了解通用电气并不难，等你读完第14章以后，你或许会同意他的看法。

头一件引起你注意的事情是，通用电气公司现在变成的这个样子，杰克·韦尔奇在20年前就做了宣告。他说，只要能在一个行业达到第一或第二的位置，公司都可以保留任何业务。达不到这个标准的业务，就调整、变卖或终止。最终，通用电气公司留下来的业务，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相当于是一份相当华丽的艺术藏品，而杰克·韦尔奇，则是它的保管人。

较之有上百年历史的通用电气，成立于1975年的微软算是新人了。它开发、制造一系列的软件产品（包括操作系统、服务器应用程序、工作效率程序和软件开发工具），并为之提供授权和技术支持。微软的巨大成功，迟至20世纪80年代末都很难预料，因为那时候软件行业的角力局面充满了变数。这10年过去之后，20世纪90年代的到来正式确认了该行业的力量和重要性，微软的主导地位也变得较容易预测了。

然而，20世纪90年代末互联网的大范围普及，看似对微软的业务构成了威胁。可微软强势打入了网络浏览器这一行，设法引导（这是适应性强的一种特点）开了这一危机。虽然微软比亚马逊要稍微年长一些，但跟通用电气比起来还是很年轻的，这使得人们很难预测它的未来前景（哪怕完全不考虑法律和监管环境）。

不过，你仍然可以从微软的年报中了解，视窗操作系统安装在了3亿台采用英特尔架构的个人电脑上，从这个意义上来说，微软不愧为全世界顶尖的PC软件公司。它也是电脑应用程序工具的领头羊，在互联网上的发展非常迅速。它下属的网站，如Hotmail、MSNBC、Carpoint和Money-Central，每个月有4亿多用户访问。如果这些计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

机和互联网业务正和你的胃口，读一读微软年报里的内容，CEO比尔·盖茨写的书，或是公司致股东的信件。

亚马逊创办于1994年，在企业界只能算是个小孩子，它的主营业务是图书、CD和录像带（总数量约达500万种）的网络零售。它的业务模式，尽管有趣，但很难盖棺定论，因为它还在飞速变化着。亚马逊一开始是一家书店，但很快就把产品线扩大到了玩具、电子产品、家装用品方面，甚至还跟索斯比拍卖行成立了一家合资公司。它的网站平均每月吸引的访客多达1 200万人次。

亚马逊以实时方式从供应商处购买存货，从而将库存和仓储成本降到了最低，它从自己的网站上接受订单，由仓储团队安排运送。不管人们对这种业务模式有什么看法，有一点不容置疑：互联网作为消费者购物的一种重要途径，已经获得了巨大的成功和发展。亚马逊的业务模式就建立在这一事实的基础之上。

虽然到目前为止一切都好，但对大多数人来说，互联网的历史太过短暂，要预测亚马逊及其他电子商务企业的未来发展，比预测通用电气甚至微软要困难得多。事实上，由于亚马逊目前还从没产生过利润[1]，预测它的前景本身也的确很难。图书业务非常成熟，发展缓慢，竞争激烈，利润率很低；亚马逊在其他行业的扩张，带来了巨大的前期成本，短期内，公司的亏损会进一步加大；当然，未来它有可能赚回巨大的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亚马逊越发多元化的业务，有可能分散管理层的注意力（就像多元化的投资组合有可能分散你的注意力一样）。虽然说，如果管理得当的话，业务多元化有可能干得像通用电气公司那么成功。除开这些不确定性，亚马逊的生意真的很有意思。要是有人具备对它多做了解的天分和能力，却没多下工夫，那可就太愚蠢了。

做决策

评估一家公司及其所属行业、相关行业的信息，能让你对预期回报及损失做出理性的判断。要是你不这么做，那就是在抛骰子赌运气。要是做决策的人足够保守，他会采取这样的立场：在没有切实的证据和信息之前暂不表态。如果用数字来表示的话，他们大概会说，你肯定要有相当的把握（比方说你对结果有90%的把握，只有10%拿捏不准）再做出判断。

不那么保守的人则相信，做出某一决策，需要证据多少才够，要看决策做对了带来的回报和做错了带来的损失之比是多少。7倘若决策做对了带来的回报非常高，而做错了的损失又非常低（比如得到99美元对损失1美元），那么你可以大幅调低心里的把握性，低到1%都可以。人们买彩票，反映的就是这种决策心理。

如果收益—损失矩阵的形势反过来（比方说得到1美元对损失99美元），那么你就要有大得多的把握才行了——也许接近100%。在生活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

里，这就是稳赢不赔的赌注。但即便是最铁杆的赌徒也知道，根本没有什么稳赢不赔的赌注。

哪种决策的态度最适合你自己的心理，是由你的风险偏好决定的。损失无可避免。如果损失让你的痛苦指数飙升，那就要坚持保守方法，如果你能容忍损失，就可以采用更为激进的做法（注意：在大多数人的权重里，损失要比收益大差不多2.5倍）。

巴菲特是一个保守的决策者。他在解释伯克希尔·哈撒韦少用外债的保守财务策略时说，哪怕高债务杠杆有99%的概率带来好的结果，1%的概率造成介于痛苦和违约之间的后果，他也不会下这样的赌注："我们不会喜欢这种99:1的赔率，永远不会。在我们看来，获得额外回报的高概率，没法抵消危险或耻辱的小概率。"

格雷厄姆也非常谨慎，他警告投资者要避免收益少、损失大的冒险。他建议根据知识和经验来下判断，不要光靠乐观精神（在很多情况里，乐观精神极为宝贵，但在投资上不是这样，巴菲特把乐观精神称为"理性买家的敌人"。）

格雷厄姆和巴菲特的观点反映了当代的社会心理学认识。相关的研究表明，在任何决策过程中，大多数人共有的认知缺陷会造成判断上的潜意识失误。投资者必须考虑的主要认知偏差如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过度的自信与优越感：在你只是有些肯定的时候，你相信自己十拿九稳（或在自己不确定的时候，相信自己颇为肯定），相信自己比普通人更优秀（乌比冈湖综合症）。

确认与抵触：歪曲你对新信息的阐释，用以支持你早先的信念，对这些信念的更新十分缓慢。

立场过于鲜明，热衷寻找模式：过分看重戏剧化的信息，对一系列类似的新闻事件反应过度，认为它们表明了某种模式。

其中，潜在损害最大的认知偏差是过度的自信和优越感。巴菲特说：“对大多数人来说，投资时最重要的不在于自己知道多少，而在于对自己不知道的事情做了多大现实度的界定。只要能避免犯大错，投资者需要做正确的事情并不多。”

有三项简单的策略能帮助投资者避免上述推理失误。首先是把它们识别出来。二是坚持正当的理由，比方说，你可以给自己写一份备忘录，解释为什么会做出这样的决定。（请注意这一策略的限制，巴菲特引用本·富兰克林的话解释说：“对理性动物来说，这件事再方便不过了，因为人想做什么事都能找出理由来。”许多人对自己做的很多决定并没有说得清的理由。对投资决策而言，如果你没有说得过去的理由，那就别拿主意。）第三点，战略是在做决策的时候有着清晰的导向。对投资来说，这就包括本书中所讨论的各概念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[1] 这是作者在2001年撰写本书时的情况。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第8章　辨识成功

是什么东西使得一项投资具有吸引力呢？显然是该投资的价格大大低于价值。估算价值需要对未来的可能业绩做出判断，但要做出这种判断，你只能依靠它过去的记录。历史学家丹尼尔·布尔斯廷（Daniel Boor-stein)说，不了解一点历史就规划未来，跟种植切断了根的鲜花一样。

投资决策同样不能以这种没根的花园做基础，它需要观察企业的历史。倘若说会计是企业的语言，数字就是它的历史。正如历史错综复杂、范围广大、充满矛盾，作为企业历史的数字也是一样。然而，要是你把焦点放在几组关键的数字上，良好投资的路线图就变得一目了然了。

先从管理层讨论和业务分析开始。除了对业务进行叙述性的评估，它还总结了公司财务报表里最重要的数字。所以，计算这种麻烦活儿你不用做了，你只要观察数字就行。管理层讨论还从管理的角度，阐释了这些数字的意义。所以，要理解这些东西，你也不一定非得是个会计。

使用二手数据库的时候要小心。很多网站都为你提供了筛选工具，你可以根据下面要说到的几十种变量，从12 000多家不同的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

里进行挑选。这些工具起到了过滤器的作用，它帮你找出了数量有限的企业，方便你仔细研究。原则上来说，使用这种技术是完全合理的。

然而，你没法肯定搜索引擎处理的是完整的数据。它们的数据一般并不包括公司的会计政策、脚注信息、管理层讨论及分析部分。这些数据并不是随时更新和订正的，有可能在传输过程中出现内置性错误，还可能是一堆没有相关性的大杂烩信息的产物。这并不是说上述筛选系统毫无价值，只不过，你在使用的时候要谨慎。

企业燃料

所有企业每天都会有即将到期的债务，需要资源来满足。企业短期需求和资源之间的差额，就叫做营运资本。它有点像是发动机的燃料；最好有满满的一大缸，可要是溢出也很危险。营运资本太少，可能会对企业短期内的日常经营造成威胁；营运资本太多，则可能意味着资源没有按最佳方式配置。

营运资本在什么水平合适，不同的企业也各不相同。判断需要多少营运资金，评估它是否足够，方法之一是将营运资金与销售额加以比较。通常，对依靠低成本项目产生可观收入的零售企业（如超市），营运资本所占销售额比例较小（可能在15%左右）；而对高价项目（如飞机）的工业制造商来说，营运资本占销售额比例就要高得多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了（大概介于25%~35%）。日用品制造商（如Carnation或高乐氏公司）则可能在这之间的某个水平。

还有一些企业可以靠着极低甚至为负的营运资本经营。餐饮行业的公司，比如麦当劳，经常在负营运资本条件下运作，因为这家企业是以现金结算的。现金能带来直接的流动性，而且，企业与供应商之间多为赊销方式，也就是说，供应商答应企业先收货、使用，等收回现金之后再付款。其他行业的企业也能从同样的组合条件中受益，亚马逊就做过示范：有时它会靠着负营运资本经营，同时不损害自己到期偿还债务的能力。

在石油和天然气行业，现金的主要来源是来年将生产的可靠储备量。尽管按照公认的会计准则，资产负债表上不能把这些东西表现为营运资本，但它们确实会变成现金。其他行业的公司，有时候会靠短期借贷（如用银行贷款等长期债务进行再筹资的商业票据）来为新的建设项目提供资金。这也能带来较低或为为负的营运资本，同时不对企业短期还债能力构成威胁。

格雷厄姆在他1937年出版的神奇小书《财务报表解析》（The Inter-pretation of Financial Statements)中这样写道：

特定企业的营运资本保持什么数量合适，取决于公司业务的数量和特性。重点在于营运资本占销售额的比例。开展现金业务、库存周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

转快的公司——比如连锁超市——需要的运营资本较销售额甚少，而重型机械制造商就高得多了，因为后者的产品多是靠长期付款卖掉的。

流动比率和速动比率

评估营运资本状况，是通过比较流动资产和流动负债的相对关系来实现的。这种关系叫做“流动比率”，它显示了一年中有多少现金或有多少可以转换为现金的资产，能用于偿还当年到期债务。从经验上看，大多数企业的理想流动比率约为1.5，但流动比率的波动幅度，在不同的企业和行业之间是相当大的。

流动比率太高——比如3、4，甚至更高——是存在潜在效率问题的征兆。它暗示存在可以释放出来、放到更好用途的财政资源：库存可以降低，应收账款应该尽快收回或变卖，或是应付款项可以稍微缓一阵再付出去。

另一种极端是，流动比率在1或1以下（也即营运资本为负），这往往是公司短期内偿付到期债务有困难的警告信号。故此，倘若公司的流动比率接近1或低于1，有必要进一步探讨它的流动性问题。

近年来，标准普尔500指数里的公司平均流动比率大约为1.5，该指数里的企业联合体（通用电气就是其中的一部分）也保持在差不多的水平。计算机行业的流动比率一般较高，接近2.75（微软就在这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

平均值附近）。专业零售商，包括亚马逊，流动比率比这些都要高，约为3.5。亚马逊的波动幅度很大，从负数到4.5都有过，主要跟它投资新业务的借贷水平有关系。

流动比率的波动范围，反映了不同企业的需求以及它们独特的筹资情况（这叫做“净营业周期”，也即预期库存投资跟应收账款及应付账款之比的关系）。亚马逊有时候会在负营运资本下经营，但考虑到它库存少、应收账款少，又是零售行业，故此，这是安全的，甚至也是营运资本管理得当、公司有价值的良好指标。微软流动比率相对较高，在很大程度上是因为它在经营活动中产生了庞大的现金。通用电气公司及其同行表现出相对成熟企业的常见特点，尽管通用电气一直想把自己所需的营运资本金额减少到零。

你可以只看高流动性资产，不看库存和预付费用等资产，对自己的分析进行微调。这样的话，你就只留下了现金（也就是流动资金）和短期即将到期的（比如3个月内）应收账款等资产。这种改良测试叫做“速动比率”，有时也称为流动资金比率或酸性测试比率。

这里仍然可以套用经验法则。速动比率最少也要有1，一般来说越高越好——但也有个限度。知道这一点很有用，因为它揭示了流动比率的相对水平。举个例子，倘若库存水平过高，那么，处在看似满意范围（比方说介于1.4到2之间）内的流动比率，实际上却可能太高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了。企业不能靠库存来偿付债务，故此，要是一家公司流动比率高而速动比率低，我们有理由担心它能否偿付债务。

像通用电气公司这样的企业集团，流动比率和速动比率之间的差距，往往比其他企业更大。从整体上看，集团的流动比率约为1.5，速动比率却为0.8，这说明它大部分的当前资产既不是现金，也不是短期内的应收账款。对计算机和网络零售等现金流动性更强的企业来说，两个比率的差距要小得多，因为这两个行业的流动比率中有些流动性很快的资产（在计算机行业，流动比率是2.75，速动比率是2.6；在专业零售行业，前一比率是3.5，后一比率为2.5）。这些变量反映了相关企业经营环境的范围，还说明，从对流动资金的需求及满足这一需求的方式方法上看，通用电气、微软和亚马逊跟它们各自的同类企业并没有太大的差异。

债务

要核实一个公司吸引额外资金的能力；倘若公司负担着商业票据等短期债务，营运资本为负，这一点尤为重要。我们可以通过债务股本比率来达到核实的目的。最一般的算法是用公司的总债务（包括短期债务和长期债务）除以公司所有者权益的总额。

这一比率衡量的是企业长期内的相对借贷能力和偿债能力。债务股本比高的企业称为“高杠杆”，也就是说，债务水平相对于所有者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（股东）对企业的投资水平很高。什么样的债务股本比是正常水平，各个历史时期有所不同，要看当时的经济环境和社会对债务的普遍认识。

比如，20世纪80年代，债务股本比率在7:1甚至更高的情况是很常见的，可到了20世纪90年代初期，普遍的比率则接近4:1。到了世纪之交，标准普尔500指数企业的平均债务股本比只有1:1，它表明这10年里，大多数企业筹措资金都靠出让股票而不是举外债。

不过，企业集团的债务相对来说比较重，债务股本比平均接近3:1，通用电气公司更高，达到了4:1左右。这种债务水平反映出这些企业处在比较成熟的阶段，尤其跟远为精悍的计算机行业相比更是如此。例如，微软全靠内部产生的现金来开展所有经营，它没有任何债务。平均来看，计算机行业整体的债务股本比也低得惊人，在2:1上下。亚马逊处在上述水平之间，它既需要资金来扩张业务，展开仓库建设项目，而且，跟微软比起来，它产生现金的能力较弱，不足以满足这些需求。

相对较高的债务股本比反映出来的杠杆力量，兴许是很可取的。如果一家公司能以低于利润率的利息借入资金，那么借贷有利可图。股东能够得到好处。然而，这个好处有一点限制：就算是相对廉价的资金也必须偿还，债务负担太多，碰上回报不景气的时期，有可能会让企业陷入困境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们可以用偿付比率还进行权衡——也就是对比债务的收益与偿还利息。对大多数工业企业，利息偿付比率在3~4之间比较谨慎，它意味着借贷水平处在相对安全的区间。21世纪初，由于美国企业负债水平相对较低，收益性又相对较高，标准普尔500指数企业的平均利息偿付比率猛涨到将近11。

企业集团的利息偿付比率接近历史正常值，平均为4.5，通用在2.5上下。微软是另一个极端，它完全没有负债，无须偿还。亚马逊也是个有趣的例子：因为还在亏损（利润为负），它的偿还率为负数，低到了-4。这种情况需要我们进一步地考察其他固定费用，在亚马逊的例子里，这就包括了必须支付的仓库租金。因此，它的固定费用偿还比率更糟糕。要想进一步扩张，它必须有更强大的筹措资金能力。

显微镜下的管理者

衡量管理效率，我们有三种简单的工具。它们以库存效率、应收账款管理效率和利润率大小为中心。有些公司会定期报告它们的库存和应收账款的周转速度，以及利润率水平，有些公司甚至会在董事长信件中突出这些数据——一般而言，这是好的迹象，至少表明管理层是诚实的。对其他公司，你必须自己去挖掘（不是好兆头）。用这种方法把管理者放到显微镜底下，有助于你衡量企业未来绩效的潜力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

——公司是否已经从业务中榨取了最大利润，还有没有空间再提升一些？

库存周转率

尽管一般认为库存是流动资产，有望在1年内变成现金，但衡量它的销售速度，能让你更精确地了解它的相对流动性。库存周转速度（或周转率）衡量的是一段时期内售出商品的成本与该时期平均库存水平的关系：

$$\frac{\text{当年销售成本}}{(\text{期初存货}+\text{期末存货})/2}$$

库存周转水平是库存管理质量的可靠指示器。库存放着没售出的时间越长，它给企业带来的价值就越低，因为它本应该变成现金，配置到其他更具生产力的用途上。库存水平高，还增加了产品过时或损坏的风险，它需要大量的现金或向银行借贷来维持，要是市场价格大幅下跌，亏损的风险也很大。

通用电气公司的库存周转管理是出了名的，前CEO杰克·韦尔奇，会在每年致股东的公开信里做汇报。企业集团的平均库存周转率是7，标准普尔500指数里的公司为10左右，而通用电气公司处在这两者之间，为8，非常健康。微软对库存的管理也很好，跟计算机行业整体相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当，大约为15；这个数字比通用电气要稍大，一部分原因在于两家企业销售的产品极为不同。

亚马逊的库存管理更是达到了超高效水准，快到了20上下。亚马逊是即时库存方面的专家，它把过去几十年里发展起来的这种重要管理策略带上了一个全新的阶段。货品绝不会放在亚马逊的仓库里空转，这种飞快的周转率降低了成本。企业既可以为客户提供更低的价格（亚马逊的超低折扣就是这么来的），也可以继续按市场价格供货，产生更大的利润。

应收账款周转率

公司的信贷政策，既可以是它的致命弱点，也可以是它的效率驱动器。赊账销售、欠款或呆账太多，会把现金流搞垮。快速收回账款，能提高流动性，让公司利用客户来为自己的业务提供资金。计算应收账款周转率，是用一个时期内的赊账销售额（如果这一项目不是单列出来的，那就按销售总额计）除以同期未解决的平均应收账款额：

$$\frac{\text{赊账销售额}}{(\text{期初应收账款}+\text{期末应收账款})/2}$$

反过来说，要衡量账款的回收速度，用一年里的天数除以周转率。所得结果是在外应收账款的平均收款期。将这个平均值和公司信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

贷政策规定的天数对比一下，就能看出管理者将信贷环节经营得怎样了。如果平均值大于政策规定（比如说，按规定用30天或60天里收回的账款，实际收回的平均时间是70年），事情就麻烦了。

通用电气公司对应收账款管理得相当有技巧，它们的应收账款每年能周转8次，也就是说，平均收款期在45天以内。而企业集团整体的应收账款平均一年只能周转3次，也即收款期平均为120天。微软也是个收账快手，每年能周转11次左右，收款期仅为30天多一点——这或许是该公司奉行无纸化政策的结果，它所有的货单（和发票）均采用电子化方式完成。电脑行业的平均水平和通用电气公司相当（周转8次，平均45天）。

最特殊的例子仍然是亚马逊，它的周转能达到40次，收款期仅为9天。这意味着亚马逊的客户为公司的运营提供了相当一部分的资金！客户提供的资金远远超出了公司要向债权人偿还的债务，尤其是公司的供应商，还把交易付款期限延长到了60天。

利润率

企业效率的关键是每一美元销售额里利润占了多少，这就叫利润率。计算利润率，只需将营业收入除以总的销售净额（也即扣除返还、折扣等之后的销售额），并用百分比表示所得结果（除了这种标准利润率计算方法，还有两种方法也很常用：一是所谓的毛利润率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

将总销售毛利除以总销售净额；二是更具体的净利润率，是将净收入除以总销售净额）。标准计算公式如下：

不同行业的利润率差异相当大。比方说，汽车和金融行业的平均利润率（多在10%左右）比计算机、制药和食品业要低（像微软可高达40%）。标准普尔500指数企业的平均利润率约为17.5%，通用电气公司跟这差不多，其他企业集团的利润率则为13%~14%。没有盈利的公司，比方说亚马逊，利润率为负数。

$$\frac{\text{营业收入}}{\text{净销售额}}$$

利润率可以往下挤压也可以继续扩大，这在很大程度上取决于企业是掌握着特殊的专营权，享有市场力量，还是要在难以塑造品牌、确立产品差异的日用品市场里竞争。可口可乐和百事可乐不断追求产品的差异化，不断探索如何在不损害销量的前提下提高价格。根据经济气候的不同，它们成功的程度也稍有差异。

亚马逊依靠一流的网站，向这种产品差异化里投入了大笔投资。它的网站上有一些受专利保护的功能，如“一键点击”和独特的格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

式。潜在竞争者（如barnesandnoble.com和buy.com)能轻易仿效这些所谓的差异化，迅速吞噬亚马逊的利润率。

不管是汉堡摊、网上书店还是饮料行业，竞争迫使人们不断努力创新，使用先进技术。这类创新对日用商品企业有害无益，但特权企业却能靠它大尝甜头。这就是为什么微软要那么小心翼翼地保护视窗操作系统的源代码；这就是为什么通用电气公司要在诸如“我们创造美好生活”这类的广告活动里大把大把地花钱，只强调旗下的各种业务，却并不提及洗衣机或X光设备等具体的产品。

倘若公司为日用商品（如石油）建立起一套优异的生产系统，这套系统节省下来的大部分钱都会流向消费者，而不是公司。与此对照，拥有品牌商品的公司，却能收获创新带来的大部分好处，因为它们可以保持高价，甚至继续提价。不管是通用电气、微软还是亚马逊，企业的利润率是上升还是下降，要看它们能实现多大程度的产品差异化，夺取品牌定价和创新能力（或是其他能够负担创新成本的东西）。

这里，有必要对利润率做一点提醒。利润率非常高，看似可取，大多数时候也的确如此，但同时也会招来能够破坏高利润率的激烈竞争。利润率太低又不足以维持企业的生计。最理想的是利润率处在两极之间，又偏向高的那一端。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

少花钱多办事

“回报”衡量的是企业花多少钱得回了多少价值。它总是从收益的角度来计算的。常用的基数有三种：股本、投资和资产。

不管是计算哪种回报率，都最好从相对长的时间段来看（比如5~10年），只有这样才能了解企业抗击萧条、从繁荣期获利的能力。观察的时间段太短是不明智的。

股本回报率

股本回报率是企业用股东拥有的资本所赚回的数额。股东资本等于总资产减去总负债。如果企业用1亿美元的股东资本赚回了1 000万美元，那么它的股本回报率就是10%。

20世纪90年代末到21世纪初，股本回报率相对较高。标准普尔500企业的平均股本回报率约为22%；专业零售商低于这个平均水平（一般是15%，亚马逊不在此列，因为它还在亏损，没有盈利，所以股本回报率为负数）；通用电气（约27%）、其他的企业集团（25%）和电脑行业（约25%）比这个平均水平要高；最领先的企业是微软（约34%）。

投资回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资回报指的是在一段较长的时间里，企业用股东持有的资本以及贷款人提供的资本所赚回的数额。如果企业需要资金，并且相信能靠它产生比借贷成本更多的回报，企业可以借入资金，而不是发行股票。

假设一家有着1亿美元股本的企业，向长期贷款人借入了5 000万美元，并从总资本上赚到了1 500万美元的利润。它的投资回报率是10%（15/150）。但这种借贷的做法提高了股本回报率——用1亿美元的股本赚回了1 500万美元利润，股本回报率达到了15%。

利用债务来提高股本回报率的做法很常见，但不一定必要。一些公司靠着经营产生了足够多的现金，较之借贷，它们能够更便宜地获得高股本回报率。如前所述，微软是0负债，它的股本回报率接近34%，投资回报率也差不多（在整个电脑行业，股本回报率和投资回报率都差不多是1:1）。

标准普尔500指数里的公司，大多是要借贷的，它们的平均股本回报率为22%，而投资回报率则为14%。通用电气公司利用借贷取得了更瞩目的成绩，它的投资回报率略高于9%（集团企业差不多都在这个水平），而股本回报率却翻了三番，达到了27%。

资产回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产回报指的是企业靠所有资源（不仅包括股权和长期借款，还包括靠有效管理营运资本所产生的短期资源）所赚回的数额。企业可以通过短期的低息贷款，或靠赊款买入货物转售后得到现金，从而以较低成本（甚至无成本）来提高可配置的资产。这些资产有助于渐进地增加收益，提高股本回报率和资产回报率。

假设企业在一年的时间里平均维持着2 000万美元的短期资产（旧债到期时借新债来偿还，不断滚动）。这可能会增加200万美元的年收入。因此，一家股权为1亿美元，长期贷款为5 000万美元的公司，用着额外的2 000万美元短期资本，挣回了1 700万美元，产生了10%的资产回报率（17/170）。这一配置把投资回报率提高到11.3%（17/170），股本回报率达到17%（17/100）。

所以，资产回报率是衡量回报最严格的指标，因为它揭示了管理层对所有资产加以配置所得的结果。资产回报率高，相应的投资回报率和股本回报率也应该高（一些分析师会计算“财务杠杆指数”，是用股本回报率除以资产回报率）。

较高的资产回报率，是通过从较少的资产挤压利润所得的。微软的资产回报率达到了25%，表明它的资本密集度较低，没有债务负担，所以它的股本回报率还要高出将近10个百分点。另一个极端是通用电气公司，它的资产回报率只有3%，这意味着它必须巧妙地利用债务管理资产结构，有效地配置资产，才能实现它目前27%的股本回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

微软的资产不密集，通用电气的资产却相当密集。对不少公司（亚马逊或许就是其一）来说，它们的利润更多地来自品牌、库存和分销系统，较少地来自列入资产负债表的工厂和其他实物资源。微软对固定和其他资产的依赖性较大，但也能从自己的品牌和市场地位里获取惊人的利润。而对通用电气这种资产密集型企业来说，哪怕它有着庞大的品牌认知度（“我们创造美好生活”），仍需要对工厂和设备进行大量投资。

亚马逊在资产回报率竞赛里会有什么样的表现，现在判断还为时过早。它的商业模式无疑是按最小化资产密集度来设计的。它销售量和利润的关键推动力，来自它的品牌和它的网上经营。它不像巴诺和其他传统零售商那样，把资源投入到实体门店的经营上，从而将所需固定资本控制在最低的限度。

亚马逊的即时库存管理，是为了减少库存持有成本而设计的。靠着卓越的短期营运资本管理，公司与客户及供货商之间的交易也带来了增量利润——客户在它网站上下订单时直接进行付款，而一般公司要在30~60天以后才能把货款付给供应商。而且，上网的用户通过网络筛选出来的图片和图像进行购买，意味着亚马逊的图书不会因为客户翻阅而受损，公司自然也无须承受这部分的损耗了。实体书店一般会因为图书破损遭受损失（尽管它们有权把破损图书退还给出版商，换回更低的买入折扣）。这些资本低密集度的特点对亚马逊是极为有利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的，但考虑到公司历史相对较短，又是负利润，要评估它还是很困难的。

完整的工具箱

这套概念工具箱将有助于你评估公司的资产流行性、效率和绩效。我们可以对这里概述的基本方法加以调整，把相关的工具用到各种具体情况和更深入的分析中去。

以下列举几种指标，它们能够进一步衡量公司相对成功性和将来成功潜力的不同方面。收入质量（用经营活动带来的现金流除以经营收入）能告诉你收入里有多大部分真正变成了现金，从而判断公司的资产流动状况。年度折旧费用总额，可以用来衡量将来所需的资本投入。人均销售率能用于评估公司的整体生产力。

公司的关键比率会随着时间发生变化，这些变化趋势是管理效率和绩效的重要指示器，因此，你不妨看看几年来利润表里的所有费用。我们没有理由假设具体的某个比率或某种趋势会一直延续下去，但历史情况的确有助于揭示将来的可能性。

比如，假设你看到研发费用大幅下降，这意味着该时期收入会有明显的增加，但减少研发费用带来的收入增长并不意味着企业的管理变得更有效率了。相反，我们有理由因此担心公司的发展前景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再以应收账款周转率为例。假设在某个时期内，收款的平均时间相较于公司赊欠政策有了大幅增长。说不定，这期间的销售增长有一部分原因在于放宽了赊欠政策，而不是因为业务经营效率提高。倘若赊出去的款项很有可能收不回来，那么，今天看起来还不错的销售增长，明天就变成坏账了。

我们还可以继续往下举例子，但没这个必要。只要熟悉了上述关键比率，那么，你分辨自身能力范围内企业优劣的水平立刻就比普通人高出了一大截。把重点放在表现好的企业上，继续观察——它们说不定正好有你想要的价值。如果它们能通过下一章的检验，你就应该更多留心它们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第9章　该你做主

一家企业的价值等于它从现在到关张那一天创造的所有现金流的现值。现值是多还是少，取决于旁观者的认识，因为现值反映的是未来。对不同的人来说，计算现值的每一步都可能不一样——使用的方法不同，得出的答案也不同。

凝视着估价这颗变幻莫测的水晶球，在你做出预测的时候，你永远没法保证它们的准确性。然而，由于事关你未来的财富，哪怕你预测不了未来，你也不想蒙着眼睛飞。你能做的，就是把你失误的危险性降到最低限度。

不过，从这些工具里单独拿一种出来用，一般并不足以判断企业的价值。它们没有哪一种是确定的，就算合在一起也并不完善，因为它们有着估价这种实践改不了的固有毛病：利用当前和过去的信息来预测未来的现金流。为了辅助判断，你需要了解所有这些东西的信息。

不同的估价工具对不同企业的适用度也不一样。比方说，通用电气公司会产生收益，进行现金分红；微软也产生收益，但不进行现金分红；亚马逊两者皆无：既无收益，也不分红。显然，你可以利用资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产尺度来给这三家公司估价；可以根据收益对通用电气和微软估价，还可以根据股息分红对通用电气估价。

其实，所有的这些工具，这三家公司都可以用——只是方法略有不同。也就是说，对这三家公司，都可以估计未来收益和股息分红（对通用电气相对容易，对微软较难，对亚马逊非常难）。

如果这些公司在你的能力范围之内，你就能这么做。就算你对漫漫书海（包括本书）里提到的大量估价技术感到紧张，你也可以这么做，因为说到底，没有哪一种技术能让你准确地判断出企业价值。

这些技术充其量是根据你对企业历史的阐释及对未来的预测，得出一个价值的区间。这么做当然会有失误的风险，而失误的风险，恰好说明格雷厄姆为什么坚决主张要在买入价格和预估价值之间保持较大的安全边际，所有的一流投资家都遵循这一原则。

格雷厄姆在《聪明的投资者》中写道：“在古老的传说里，智者总是把凡人创下的事迹浓缩成一句话，‘一切终将过去’。类似地，倘若要把理性投资人的秘密提炼成四个字，那就用这句座右铭吧：安全边际。”40多年以后，沃伦·巴菲特对这句话做出评论，说他认为这四个字一点儿也没错。

在你支付的价格和你买入的价值之间保留较宽的距离，是明智投资的基石，因为正如巴菲特所说，哪怕“内在价值的定义很简单”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要计算它却“不简单”。格雷厄姆呼吁大家用安全边际的原则来避免计算内在价值时出现失误的风险。巴菲特的商业伙伴查理·芒格曾经打趣说，他从没见过巴菲特计算什么内在价值，而以下讨论的原则，就是帮助巴菲特省去计算之苦的一种思维方式。

资产

企业的账面价值，指的是总资产超过资产负债表上单列的总负债和未偿付的优先股的部分。每一股普通股的账面价值就是上面那个数除以流通的普通股的总份数。

这里用“价值”这个词，在含义上有点误导。资产负债表列出的是获得资产时所付出的成本，而不是它们的当前价值（有时候，如果当前的市场价值较低，就列当前的市场价值）。资产负债表上报告的资产数目，并未反映这些资产在现行市场条件下的价值。此外，表上列出的长期资产要减去它们的折旧费用，但这仅仅是替换它们所需成本的近似值，并不是一个确切的数目。

企业的类型多种多样，每股的账面价值也相当宽泛，与其说它们反映的是企业的当前价值，不如说反映的是历史收购成本。我们的样本公司每股的账面价值就说明了这一点。通用电气公司约为12美元；微软约为6美元；亚马逊约为2.4美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这些数字说明，倘若企业靠着较少的实际资产开展更多的生产活动（比方说，不靠钢铁厂或其他工厂来生产产品，而是靠信息技术和互联网分销系统），账面价值就失效了。通用电气每股的账面价值是亚马逊的6倍，或许更多地反映出前者业务资本密集度要比后者大，但并不一定说明前者的价值高于后者。

对各种类型的公司来说，现行以历史成本为基础的会计制度并不能很好地评估企业的当前和未来价值。例如，通用电气的不动产、工厂和设备，如果按当前市价卖掉，能换回相当于每股账面价值好几倍的钱；亚马逊大概就只能换回它的账面价值，主要是因为它的资产都是最近几年收购的。

这种成本原则不光意味着资产负债表上列出的部分资产比它登记的数目要值钱得多，也意味着另一部分资产可能不如登记的数目值钱。就算账面价值声称能反映公司能变卖成多少钱（清算价值），但它无法反映变卖公司时的环境。倘若公司是在不利条件下进行清算的（或是不利条件导致了清算），那么，公司的库存、设备和机器的出售价格可能会低于资产负载表上登记的数目。

一些公司变卖工厂和仓库等重大资产时兴许会遭受巨大的损失。比方说，假设迪士尼被清算了，我们很有理由怀疑，像主题公园这种固定资产（这是迪士尼账面价值的重要部分）能按账面价值出售。再举个更显而易见的例子，如果可口可乐公司被清算了，毫无疑问，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的糖浆和浓缩原料库存肯定会被出售，甩卖价格比资产负载表上登记的数额要低得多。

这并不是说资产负债表没有用。它是分析的起点。所有的历史数字都可以进行调整，反映当前经济状况。从好的一面看，通货通胀和市场价值的增值，可以按资产财务价值的当前尺度来反映。根据新的经济状况调整原始数字，可以参考同类财产目前的销售价，根据消费者价格指数的变动，增加资产数额。

从坏的一面看，资产负债表上记录下来的资产历史金额，在企业清算时有可能会缩水到大甩卖时能卖出的跳楼价。库存和应收账款这种东西的数目会缩水到多少，取决于它们各自的周转率。比方说，亚马逊的库存周转得相当快（每年24次），哪怕是进行大甩卖，公司大概也可以按相当接近成本的价格（也就是资产负债表上列出的数目）把它们卖掉。通用电气的库存，每年只周转8次，可能就要亏本卖掉了。

然而，就算是调整之后，这些数据也不大能够充当财务估价的准确依据，原因出在另一条会计准则上：经济原则或货币交换原则。企业可能有着来自无形资产的财务价值，但这些价值无法表现在财务报表里，因为它们无法归入任何切实的经济交换。比方说，哪怕一家企业的知识产权（如专利、商标和版权）拥有价值数十亿美元的品牌认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

知度或客户忠诚度，但资产负债表里却只会记录知识财产的建立成本。

例如，你无疑承认通用电气的品牌名称和消费者认知度是宝贵的，但通用电气的资产负债表上不会肯定列出品牌名和相关的知识产权项目。公司的专门技术、员工资本和教育也都是一样，对各行各业的企业来说，类似的东西越来越重要，尤其是对诸如微软和亚马逊这样的公司（当然并不仅限于它们）。

这些价值来源叫做经济商誉，即能让企业产生优异股本回报率、投资回报率和资产回报率的无形资产。如前所述，它们可以创造出一种特许权或品牌力量，使企业能够在提高价格的同时无损总销售量。比方说，迪士尼可以提高乐园的门票，又不损失游客数量。

另一种商誉叫做会计商誉。它记录了企业以超出账面价值的溢价收购业务时所给出的价格。会计商誉的经济价值更加难以估算。如果收购是明智的，那么所得经济商誉的价值通常会大于会计商誉的数额。考虑到另一条会计准则要求，会计商誉是需要摊销的——在未来若干年里，每年递减若干数额。但跟我们刚才说的一样，要是业务收购得足够精明巧妙，商誉价值会逐年递增，而不是像摊销所示的逐年递减。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格雷厄姆支持的一种经验法则回避了这些调整资产负债表的需求，它说，如果能按低于公司净流动资产的价格买进（也就是说这个买入价低于每股的营运资本），普通股是有足够的安全边际的。这意味着对于企业的固定资产，买方一毛钱也不用掏。这样的公司如今极为罕见，因此，这种工具的原始形式没什么用处。

但我们可以对这条古老的规则稍加变化，既保留它传统的严谨性，又能捕到一些鱼。要是能按公司的净流动资产加上固定资产原始成本的一半把股票买下来，仍然是很划算的。因此，投资者照价支付了公司的净营运资金，而其他所有的资产打了个五折。对如今的大多数企业来说，这仍然是一个非常低的数字，但有些公司——尤其是小公司——是会落进你的网里的。

这种方法有个潜在的麻烦，它使你沦为了“抄底者”——用超低价购入企业的人。这也不错，但你务必当心，别把死鱼买进手里。如果你得到的只是短暂的经济回报而不是长期回报，那么，逢低买入会带来灾难。谨慎的投资者寻找的是价格公平、有着强大经济特性的股票，而不是价格便宜、经济特性一般的股票。正如沃伦·巴菲特所说，用公平的价格买下一家出色的企业，好过用划算的价格买下一家平庸的公司。

不管怎么说，投资新手常犯的一个错误，就是光根据资产负债表来评估企业价值。哪怕你克服了会计准则施加的种种限制，这么做也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不甚妥当。除非你真的是出于清算目的来进行评估，否则，你真正想知道的不是公司的资产能卖多少钱，而是它能带来多少收益和现金。

格雷厄姆意识到了资产负债表的局限性。他注意到，用资产负债表考察营运资金的状况非常有用，但考察固定资产的实际价值，用处就没那么大了。他说，（对它）“一定不能太当真”，至于里面罗列的无形资产的数额，“没有值得一看的任何分量”。他建议道：

诚然，在很多个案当中，我们发现许多资产价值低的企业赚到了巨额利润，而资产价值高的公司却赚不了什么钱。然而，对这些个案，我们必须对账面价值给予一定的关注，因为以下情况是有可能实现的：（前一种公司的）高额利润是靠会引来竞争的投入资本赚来的，因此注定维持不了多久；同时，（后一种公司）现在没赚到利润的大型资产，说不定以后会带来更高的生产力。

据此，格雷厄姆得出结论：“账面价值对分析有一定的意义，因为企业投资的数额和它的平均收益之间往往存在着一种非常粗略的关系。”而这种关系里，藏着真金白银。

收益

收益指的是利润表上报告的会计盈余，它分为基本每股收益和稀释每股收益。基本每股收益是用总收益除以该时期在外流通的平均股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

权数。

稀释每股收益考虑到了这样的可能性：一些可转换证券和股票期权会增加在外流通的普通股数量。倘若它们换成了普通股，每股收益就减少了。请把重点放在稀释每股收益上（而且要记住，就算是这个数字也并未反映完全稀释或发给管理者股票期权的成本，我们稍后会谈到）。

评估企业未来能为你做什么的时候，你只知道它现在和过去的收益。现在和过去的收益如何指导你评估将来的收益呢？又或者，在前一年的各种收益里，哪一种或者哪一些才是“正常”的收益水平呢？

通用电气公司最近4年的稀释每股收益分别是2.16美元、2.46美元、2.80美元和3.22美元；亚马逊则为-0.06美元、-0.24美元、-0.84美元和-2.18美元。

也许你应该只用最近一段时期的数据。但要是公司这一年较之前一年出现重大的变化怎么办？当然，这里有一个问题：变化出现的原因是什么？是某种不太可能再度发生的特殊因素导致的吗？

如果是这样，使用更早前的数据会更合适；倘若有些公司会定期经历此类反常情况，更精确的做法是把时限拉长到7~10年，以便消除大的波动。此外，公司的收益还可能出现稳定的正（或负）发展趋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

势。此时，合理的做法是计算过去4年收益的平均值。通用电气过去4年的平均年稀释每股收益是2.66美元，亚马逊为-0.83美元。

显然，所有这些问题都牵涉到判断，你必须首先意识到，你估计的是未来收益。以过去4年的平均收益推算未来的4年，需要你进一步预测将来这4年里收益的增长情况。尽管亏损稳步增加，亚马逊的管理层仍预计若干年内会赚到钱（它的几千个股东显然也这么希望，2000年年初的一段时间，股东们把亚马逊的市值拉高到了相当于Borders和巴诺书店这两家老对手总利润10多倍的水平）。

20世纪90年代末，通用电气公司的收益增长率约为12%~15%。你大概可以谨慎地预测，21世纪初的增长率会跟这相当，或者稍低。若对未来采取保守的看法，增长率在10%上下应该是合理的——也就相当于未来4年分别为3.50美元、3.90美元、4.30美元和4.75美元，平均为4.10美元。

预测盈余同样要注意到会计记录存在的局限性。会计盈余是从总收入里减去现金支出以及诸如折旧和坏账准备金等非现金支出后得出来的。听起来简单，但真正做的时候，你必须做出大量的决定，考虑各种事件应该以怎样的形式登记入账。很多会计惯例都会影响到会计盈余，如计算售出商品成本的方法、固定资产折旧的方法、坏账准备金的有关政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会计准则虽不完美，却仍然有效。只要用得正确，并前后保持一致，会计准则对评价收益（区别于账面价值）是很管用的。举个例子，就算对电脑这类固定资产的折旧费用并不能准确地预测将来换新电脑的成本，也能透露出为维持企业将来的销售水平和竞争地位所需的最低限度的再投资金额。

一旦选定了代表性的收益数字，务必要对收益折现。这需要一个适当的折现率（习惯上叫资本化率）。它是为补偿投资风险所需的回报率，所以，它等于无风险利率（也即美国国债利率）再加上额外一个反映该企业风险的数目。

假设你认为通用电气公司未来4年的收益约为每股4.10美元。为了拥有这将来每股4.10美元的权利，你愿意支付的价格是为补偿这笔钱万一兑现不了的必要回报率的一个函数。它等于无风险利率（比如3%）再加上能诱使你承担拥有通用电气股票风险的溢价。

针对不同的企业和不同类型的投资，什么样的资本化率合适呢？围绕这个问题，人们展开了激烈的争辩。一般来说，某种类型企业相关的风险越低，资本化率也越低。例如，倘若企业业绩跟过去一样的确定性很高，那么资本化率在10%左右就比较恰当。对于存在适度风险的企业，资本化率在15%~25%的区间更好。而对风险特别大的企业，未来成功的不确定性很高，适宜的资本化率可达30%~40%，甚至100%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

倘若有些企业在正常经营过程中收益波动也很大，我们可以把这看成是预计收益变动的风险较大所致。例如，银行和保险公司的主要资产大部分是现金或容易受经济变化周期影响的投资，折现率在8%~12%比较稳妥。日用消费品公司——比方说销售食品和洗涤剂的企业——往往不管经济繁荣还是萧条都比较稳定，因此，资本化率一般较低，介于6%~8%之间。

除了和无风险利率有关，资本化率也应当考虑整体经济的增长速度。在经济持续增长、产业扩张的时期，风险相对较低。在经济衰退、经济增长可能性小，甚至稳定盈利都不大可能的时期，整体收益缩水的概率较大。碰上这样的情况，风险增加，你应该选择较高的资本化率。

因此，从经验来看，资本化率必须要根据无风险利率、具体公司及所属行业的风险来设定。我们还必须给它预留将来出现变数的空间，这同样重要。例如，要是利率上涨或经济增长放缓，资本化率就必须上浮，反之亦然。

估计收益、选择资本化率的难度，跟你的能力范围有关。你不仅要对经济历史有一定的认识，对经营状况的了解也不可或缺。通用电气、微软和亚马逊都是管理得非常出色的企业，亚马逊在一些关键的比率上得分高得惊人，只不过，通用电气和微软还靠良好的管理赚到了钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通用电气是一台赚钱机器，尤其是它的金融财务部门。它在过去将近100年的时间里实现了稳定的盈利增长，过去20年更是年年如此。它业务多元化，而且每一种业务都在市场上占领导地位，因此，预测它未来继续产生稳定的收益是有着合理基础的，当然了，由于经济环境是不断变化的，不确定性仍然存在。然而，靠着通用电气出众的绩效，给它一个适中的资本化率合情合理。

假设通用电气能保证一个略高于无风险利率的风险溢价（比如是5%），我们又预计它未来的平均收益是4.10美元。那么，只要简单地用预计收益除以资本化率，就能估算出通用电气的价值，也就是说，4.10美元除以0.05，等于每股82美元。

如果我们对通用电气的收益前景猜测得更大胆一些，估值就不太一样了。比方说，我们预测它的收益是5美元。资本化率还是5%，通用电气每股的价值就是100美元了（5.00/0.05）。要是你再进一步，认为凭借通用电气的实力，再加上目前的商业机会和各方面条件，4%的资本化率更恰当，那么它每股的价值就飙升到125美元（5.00/0.04）了。

光是这么简单地做了一下数字游戏，通用电气的估计价值范围就够宽的了：在82~125美元之间。如果我们的看法再悲观些，范围还可以更宽。假设你以过去4年的平均收益2.66美元，并套用5%的折现率，则估计价值约为53美元。如果你认为将来的道路比之前走过的部分更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

加冒险，用较高的资本化率比较合适，比如6%，估价就变成了每股44美元。这样一来，通用的价值范围就可以拉到44~125美元之间。

估价工作的关键，就在于你选择的预计收益和折现率（比方说，亚马逊的价值范围，可以从0拉到几百美元）。可哪怕你在做出这些选择时铁面无情，所得的结果也不能“解答”公司的股价“值”多少钱这个问题。毕竟，整个过程里需要你做出判断的步骤太多，任何一个地方你都有可能出错。

灵丹妙药和安全边际

大多数人都同意，折现率一般是受没有任何违约风险的美国国债利息所推动的。这一利率在不同时期也有所变化：从现行的3%，到历史水平3.5%，再到通胀保值政府债券的4%。有些人会用短期债券（如为期30天）的利率，但由于股票本质上是长期的（也即企业有着长久的持续期），用长期债券利率作为参照或许更合适。

设定好无风险利率后，为你的股票加上溢价。一般是看所有股票长时期的平均回报率，大体上是7%。这样算下来，股票的平均风险溢价为3%~3.5%，你再根据自己投资的个股做适当调整。前面提到的经验法则给了你一些简便的方法，不过，你要知道，很多人都努力在这些问题上做到尽量精确。例如，本书之前章节提到的现代金融理论的信徒，会把市场风险溢价乘以β值，算出折现率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们这里讨论的所有不同做法和例子是想说明，估算企业价值的花样很多。假设的数据略有变化，所得的结果就会差之千里。比方说，你对市场溢价的猜测变了1%，标准普尔指数就会出现将近200点的波动（如果你调整了未来收益的增长速率，它还会变得更多）。

不管你使用什么样的方法，你的预测都无法达到科学的精确度。它仍然是一门判断的艺术。为此，菲尔·凯睿提出了一条投资戒律：“进行证券估价时，别看重机械的公式。”如果你以为会得到什么神奇的解决办法，很抱歉让你失望了。尽管从某种意义上来说，这也恰好就是神奇的地方。

格雷厄姆说，投资哲学里最重要的四个字就是“安全边际”，其实，这就是投资的灵丹妙药了。他意识到，要精确地锁定企业的内在价值，从本质上来说是不可能的，你最多只能根据合理的预测算出合理的价值范围，所以，格雷厄姆认为，你应该确保自己付出的价格低于你估价的最低值，留出缓冲的空间。

格雷厄姆把安全边际称为投资的核心概念，因为有了它，就不需要对未来做精确的估计了。只要你有个合理的近似值，就不再需要纠结于如何界定“合适”的风险溢价、收益或折现率。安全边际的第二项功能是消除你假设失误造成的后果，记住，就跟单纯的运气不好一样，任何微小的失误都会造成巨大的后果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格雷厄姆指出，在经济繁荣时期（类似美国2000年年初的情况），大多数的投资失误，不是为高质量股票出了太高的价格，而是为低质量股票出了太高的价格。事实上，格雷厄姆拒绝接受过分看重“成长股”的时髦策略。如果你能靠着谨慎估计成长股的发展潜力获得同等的安全边际，这对你很有利；但危险的地方在于，成长股往往受人青睐，而股票受人青睐，是以其价格高来衡量的，高股价吞噬了你的安全边际。

现金

公司未来预期能产生多少现金付给股东，也可以套用同样的判断。约翰·伯尔·威廉姆斯提倡使用以现金股息为基础的估值法，他说：

收益只是实现目的的一种手段，不应当把手段误认为最终目的。因此，我们必须要说，股票的价值来自股息，而不是收益。简而言之，你能从股票上获得多少钱，它就值多少钱。

每个初学者一进市场开始交易，就被灌输了这样的原则：收益决定价格。可我们却说，股息决定价值。两者似乎有些矛盾。但这很容易解释。我们讨论的是长久投资，而不是投机交易；我们看重的是历年的股息，而不是眼下的收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

暂时性的低收益高股息相当可疑，这毫无疑问；长期来看，低收益意味着低股息，这也不假。故此，我们的股息估值公式跟常用的收益箴言并不存在根本上的矛盾。

威廉姆斯指出，对一只股票价值多少的问题，股息折现和收益资本化应该会给出相同的答案（或答案的范围相同）。

由于股息是收益的一个子集，企业既可以把收益当成股息分给股东，也可以保留下来对业务进行再投资。如果保留收益所得回报等于资本化率，那么你从资本化收益流中所得到的价值，必然等同于你从股息流折现中所得的价值。

其实，折现股息的估价法，跟收益资本化技术是一样的。假设的股息除以假设的折现率，就跟假设的收益水平除以假设的资本化率没有两样。不管你怎么算，问题都是同样的：①（股息或收益的）预期数额和预期增长率是多少？②（股息或收益的）预期数额和增长率无法实现的风险有多大？

两种技术之间的概念差异在于，折现股息的时候，你假设每股股票的价值等于它今后支付股息的现值。由于股票的价值由持有到变卖期间它带来的收入流构成，这种设想是有道理的。

卖出股票能带来利润的唯一原因是，还有其他投资者也想买下这笔收入流。这些投资者做出这种决定时，可能是理性的，也可能是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理性的，但这种交易之所以存在，确实是估价判断上有差异所带来的。因此，一只股票的价值，完全取决于它能带来多少预期现金股息。

贴现股息跟资本化收益一样困难，因为两者都需要选择高度敏感的贴现率。对股息贴现而言，许多人会用股票的加权平均资本成本来把难度控制在最低限度。但这不见得是唯一正确的数字，更何况，计算加权平均资本成本同样要做出大量的判断。

计算一家公司债务的加权平均成本相对简单：根据每一种债务未偿本金的不同数额进行加权，计算出长期债务的平均利息。计算公司股权资本的成本就难多了。

股权的成本通常是按股票的市场预期年回报，再加上价格升值和分红派息来定义的。但我们真正要做的是什么？为确定股票的价格，我们想算出它的回报会是多少。如果你计算的关键变量就是市场期待的东西，你就是在回避问题。你是在假定答案，而非分析问题。

你最好是形成自己的价值判断。所有的这些例子都说明，没有什么公式能把答案告诉你。在这一点上，格雷厄姆和巴菲特的“安全边际”是你唯一能指望的朋友，市场先生靠不住（人是容易犯错的，市场先生也一样）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场循环

以市场作为估值指标的最大缺陷在于会产生循环式问题。说埃克森美孚每股的价值等于它最近的交易价，丝毫无助于你了解它在这笔交易里是如何估值的。没错，我们当然知道价格是怎么形成的：靠股市供给和需求的力量决定的。从本书的第一部分，我们还知道这些力量一点也不理性；它们受情绪、心理和噪声的污染；它们甚至可能是混沌的。

但我们也就知道这些而已，它们没有告诉你价格是分析的产物，还是希望或恐惧的产物；是对将来预期收益折现的产物，还是对将来预期现金流折现的产物；是以账面价值的确定倍数为基础，还是以无数的猜测为基础。

要理解市场循环的问题，不妨记住约翰·伯尔·威廉姆斯的观点：任何资产的价值，都是它未来产生现金流的金额，并按这些现金流的实现概率进行折现。你可以争论说，可以用一些同类资产带来的回报率作为折现因子。但这样一来，你不仅要定义什么是同类资产，还要判断同类资产估值的基础（除非你直接使用市场的集体判断，但这就又陷入循环里了）。

无数的书籍和文章都论述过，市场怎样决定了利率和其他回报率，但没人确切地知道这到底是怎么一回事。根据人们是愿意靠借贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

进行即时消费，还是愿意靠投资进行未来消费（如退休后的消费）的集体倾向，利率总在变化。塑造集体倾向的，不仅有一些大致可量化的条件（如生产力、收益、货币的供给），还有一些本质上不可能衡量、任何时候都极不稳定的行为和心理条件。

人们无疑对资产回报有着具体的期待，但不同人的期待大相径庭。目前的调查数据显示，曾经在大萧条时代生活过的人，目前对股票投资组合的年均回报期望值跟第二次世界大战股票的年均回报率大致相当，接近10%；而那些只从书本上看到过、没有亲身经历过大萧条时代的年纪较轻的人，对股票投资组合的年均回报期望值跟20世纪90年代末股票的年均回报率大致相当，接近20%（其他时期也出现过类似的期待差距，比如20世纪60年代末）。

这些群体的期待都不够正确，因为，从逻辑上来说，没有谁能对未来做出正确的预测。可这一类建立在无限复杂的人类心理和经验上的期待，构成了市场创造回报的基础。究其本质，美好的期待靠不住，市场指标循环往复不可理解。

一旦你对价值做出了判断，你必须去找市场先生，看看他给出了什么样的价格。最终拿主意之前，把你估算的价值和几种价格比率做一下比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价格比率低的股票不一定蕴含着高于价格的价值，但这样的股票值得好好观察。价格比率高的股票也不一定就没吸引力，因为它的价格仍然有可能低于价值。倘若企业的经营气候、资产流动性、绩效和收益记录都很出色，不妨好好看一看；又如果它们的价格比率低、资产回报率高的话，那就更有必要多留心了。

股价/账面价值比

公司股票市场价格和账面价值之间的关系，叫做股价/账面价值比，它等于每股的市场价格除以每股的账面价值。

用一家公司的股价/账面价值比跟同行企业比较，可以衡量出投资者对这家企业的看法相较于其他企业或行业平均水平如何。股价/账面价值比高，意味着投资者较为青睐这只股票。

用一家公司的股价/账面价值比跟同行企业比较，可以衡量出投资者对这家企业的看法相较于其他企业或行业平均水平如何。股价/账面价值比高，意味着投资者较为青睐这只股票。

21世纪初，上市交易股票的平均股价/账面价值比为2~3.5，创办时间较长的工业企业（如钢铁公司）的股价/账面价值比有时接近或低于1，较新的科技公司（如电脑软件制造商）的股价/账面价值比有时高达20。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亚马逊的股价/账面价值比最高，在40以上；微软大约为15，通用电气是10。而如果你发现一只股票股价/账面价值低于1，你就能以低于公司资产净值的价格买到它（当然，我们上面提到的例子并不属于这一类）。这样的股票相当罕见，有必要深入考察。

股价/营收比

对于大多数企业来说，公司的价值和它的销售水平应该存在强有力的联系。销售推动发展，销售得多，意味着收益更多。公司的发展不可能快过销售的增长，但要是管理不善，公司的发展会比销售增长慢得多，而这一点会通过糟糕的效率比和业绩比反映出来。

销售额受会计惯例的影响也比较小。由于它位于在利润表的最顶上一行，能影响到销售数字的会计准则恐怕只有一条：销售完成的确认时间。尽管在一定程度上也可以操纵它（我们会在第10章做进一步讨论），但它比利润表上最底下一行的收益数字要纯粹得多（可以影响后者的会计惯例数不胜数）。

计算股价/营收比，是用每股股价除以每股的销售额（财务报表里一般不列出这一数字，但很容易算出来）。你也可以按传统方法来算，用总市值（股价乘以发行的股票数量）除以总销售额（两种算法是等效的）。不管使用哪种算法，只要你能按等于或低于公司销售额的价格买到一只股票，你应该会得到比较充分的安全边际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以我们常用的3家公司为例：微软的股价/营收比约为20，亚马逊也很高，约为15，通用电气是5。这些公司的这一比率高到了如此程度，显然你捡不了便宜。但要是你能找到一家股价/营收比低，利润率又高的公司，你的钱就花得很值了。

市盈率

投资者通常用每股的交易价格对收益之比，来比较不同企业的市场价格。这就是所谓的市盈率，是用普通股每股的市场价格除以公司每股的收益来算的。用收益倍数来对企业股价有诸多限制，再加上还需要指定资本化率，解释了人们为什么喜欢用市盈率作为选股指标。

一般而言，较之市盈率低的同类公司，投资者对市盈率高的公司前景更为乐观。从历史上看，市盈率高低的分界线是15倍；超过15的，称之为市盈率高，低于15的，称之为市盈率低。市盈率非常高（高于50），意味着有一大群乐观的投资者看好公司的潜力。然而，公司的发展前景、所属行业、企业的相对成熟度（是新秀型、优质型还是经典型）、计算净收入的会计政策，都影响着市盈率的相对水平。各家公司的市盈率是没法互相比较的。

20世纪90年代和21世纪初，伴随着市场整体的动荡，各公司的市盈率出现大幅波动。假设一只股票的市场价格处于25~50美元之间，又假设它每股的平均收益约为1美元，那么它的市盈率也会处在25~50之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

间。隐含的资本化率徘徊在2%~4%区间。这时候你应该使用这类比率吗？有必要吗？反过来说，假设有一只股票的市盈率是5，这样听起来才像是有个稳妥的安全边际嘛。

经济增值

话说有一家商业咨询事务所意识到市场渴望利用新工具来为各种疯狂的念头寻找站得住脚的借口，便设计了一种各行各业都适用的衡量尺度（还注册了商标），还给这种工具起了个机灵的名字，叫做“经济增值”。“经济增值”工具说，根据资本回报率是否高于资本成本，可以评价公司的绩效。如果资本回报率确实高于资本成本，就出现增加的价值了。

经济增值算法的组成部分倒是很简单——公司的资本回报减去它的资本加权平均回报——可我们已经知道，要想把后者确定下来比光是嘴上说说难得多。

对经济增值而言，资本加权平均成本可以简单地定义成“用适当的折现率折现公司价值”，但这仍然没有跳出“循环”的陷阱。它也可以是公司的债务成本，即在衡量期间，公司为债务支付的平均利息。但倘若真是如此，经济增值就无非是“杠杆率”（负债产权比）的另一种叫法罢了。倘若经济增值算法要衡量债务成本和股权的预期收益，那么，它不仅没跳出循环问题，还额外带来了重复啰嗦。它真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正能告诉你的，无非是公司是否击败了市场预期。15如果去年的股本回报率为10%，市场预期今年仍然是相同的10%，可实际上，公司实现了12%的回报率，那么，经济增值就告诉你，它额外增加了两个百分点的价值——但就算没有经济增值这个花哨的名字，你也能知道这一点。

更糟的是，设计经济增值这类工具的部分动机，是想克服收益管理上的一些不当技巧：操纵确认收入的时机，操纵重组费用，以及下一章将要讨论的许多做法。随着投资者越发看重（或者说迷恋于）企业是否实现了分析师的收益预期，这些技巧也大面积扩散开来。经济增值不光没有解决此类问题，反而造成了局面的恶化，因为它只在管理者的表现超过预期的时候才鼓掌喝彩。

此外，如果经济增值是想要衡量公司用投资资本为股东产生利润的能力，那它必然存在着和传统的财务比率方法同样的缺陷：它们都要依赖于基本会计数据（用于计算利润）的真实完整性。与其说经济增值能减少管理者操纵（捏造）数字的压力，倒不如说它起到了恰好相反的作用。

当然，这并不是要否认经济增值的内在见解：要根据每1美元投资额外赚到了多少回报来评估绩效。其实，在评价管理绩效时，我们应该从报告结果中扣掉一部分数目，因为聘用管理层产生这一绩效也是要用资本的（现实中很少会这么做，尤其是现在很多管理层采用的是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票期权奖励方式，它跟企业回报是挂钩的。我们会在本书第三部分讨论这个话题）。对某些公司来说（比如罗伯托·戈伊苏埃塔领导下的可口可乐公司），这部分资本的回报率高得惊人，哪怕确定资本成本并不容易，但仍可毫无疑问地看出，回报远远超过了成本。

对经济增值的迷恋，意味着人们一味追求精确，却搞错了方向。这和前文讨论的现代金融工具有几分类似。巴菲特虽然相信经济增值的潜在观点值得肯定，但他也常常说，宁可要一个正确的估计值，也不要一个错误的精确值。2000年伯克希尔·哈撒韦公司召开股东年会时，查理·芒格更是当众表示了自己对经济增值的看法："纯属扯淡。"

格雷厄姆对市场价格和企业价值发表过一番值得我们铭记的论述：人们普遍认为，普通股的卖价应该是当前收益的特定比率。与其说这是逻辑带来的结果，倒不如说它是现实必然性造成的。不同类型的公司，这一比率各有不同，说明市场考虑到了企业的发展趋势或未来潜力。对于那些只有些许可能性提高利润的企业，它们的股票通常会以一个相当低的市盈率（不到当前收益的15倍）被卖掉；对于那些利润增加前景大好的企业，它们的股票一般会以较高的市盈率（高于当前收益的15倍）卖出……

在市场未受萧条或繁荣影响的时候，公众对个别债券的判断，通常是很不错的，市场价格也说明了这一点。倘若某些股票的价格跟事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实数据不相吻合，那么，过一段时间，人们往往发现，这个价格是对当时还未浮出水面的未来发展的贴现。然而，股市也经常存在一种倾向：夸大收益变化的重要性——不管收益是朝好的方向变化，还是朝坏的方向变化，全是这样。市场整体的萧条和繁荣，就是这种倾向的表现；对其他时期的个别企业，这种倾向也频频显现。

从本质上来说，成功买入股票的能力，就是准确展望将来的能力。光是谨慎地回顾从前还不够，它甚至有可能弊大于利。挑选股票是一门难以掌握的艺术——这很自然，因为成功者能从中得到莫大的奖励。它要求人在过去的事实和未来的可能之间巧妙地保持心理平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第10章　摆弄数字

打从1494年卢卡・帕乔利发明簿式记账以来，它就饱受着会计诡计的折磨。没有什么理由能指望它在接下来的500年里摆脱这样的命运。不管在会计、审计或者其他什么地方定下多少规则，也没人能保证财务报告的真实完整性。规则不可能消除管理上蓄意做的手脚，在财务报告里，充满想象力和创造力的做法，歪门邪道的做法甚至欺骗性的做法，是永远断绝不了的。

投资者和管理者应当早就对此有所预料，你不能指望它会消失，但要努力不上它的当，不做它的帮凶。想想近年来的会计丑闻吧——从20世纪60年代末到70年代初的利斯科公司账面舞弊、全国学生营销计划舞弊、宾州中央运输公司（Penn Central)会计数据造假，到20世纪90年代末21世纪初的圣达特公司(Cendant)造假、微策略软件公司（Micro-Strategy)造假和光线(Sunbeam)公司造假，同类事件层出不穷。这些欺诈行为刺痛了投资者，当事的管理者理应知道自己会被逮住、遭到处罚、付出代价（只是投资者在这个过程里并不会得到好处）。

非欺骗性造假的报表，处理起来更加棘手。这些报表使用了大量意在消除财务数据（从前文讨论的各种比率到收入本身）波动幅度的“平滑”技术。收益平滑，也叫做盈余管理，是靠着灵活利用普遍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

接受的会计准则将交易进行分类，或是按不同的时间段来进行分派，从而做出“好看”的财务报告。

几个长期存在的问题

20世纪90年代末到21世纪初，美国证券交易委员会主席亚瑟·莱维特发表了一系列重要讲话，确认了几种长久存在的会计问题，它们堪称是“盈余管理”手法的代表之作。这些技术和会计本身一样历史悠久，几百年来，管理者把它们用得炉火纯青（有时候使用得合适，有时候不合适）。但按莱维特的说法，当今时代，专业投资分析的影响力越来越大，管理层为了实现分析师做出的收益预测，操纵财务报表的问题也越来越严重。

华盛顿大学会计学教授大卫·伯格斯托勒和密歇根大学的伊利亚·迪切夫证实了这种“摆弄数字”的痴迷做法的存在。他们指出，碰上收益小幅下滑，1/10的管理者会设法让财报上表现出收益增加；碰上负数收益，4/10的管理者会让它在报告里变成正数！对“摆弄数字”的痴迷，驱使管理者们弄虚作假。

莱维特挑出五个值得特别关注的问题，并分别给它们起了朗朗上口的名字，既为了平添趣味性，也为了便于记忆。

洗大澡。“洗大澡”指的是一种特别主动的盈余管理，相当于财务上的“整容手术”。它把影响收入的重大负面事件全部放在当前年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

度，好让企业在接下来一个年度财务表现焕然一新。这种做法在成本项目上非常普遍，比如因为收购、资产剥离、重组和其他特别的业务变化所带来的成本。这些变动，需要做出无数的会计判断，比如把它们放在什么时候，分到哪一类别。管理者通常会在变动完成时尽可能地多花钱。管理者还可能在业绩非常不好、投资者已经完全不看好的年头给当前收益洗上一轮大澡，好创造出一种前景光明的样子来（这种事情随处可见，连有些声誉卓著的大公司也不能免俗）。

合并魔术。它指的是收购时的一连串创造性会计实践。如果企业以高于卖家账面价值的价格买下了另一家公司，大多数情况下，买家必须记下一项名为会计商誉（本书将在最后一章讨论）的资产，并在未来数十年摊销这笔费用。这样的话，同期收益就减少了。为了将收益减少降低到最低限度，买方的管理者会把高出账面价值的那一部分收购费用分配到其他东西上，最常见（名气也最臭）的是分配到“内部研发成本”上。会计准则是把这类研发成本列入一次性费用的（也就是说，无须摊销），所以，很多买方公司在合并的时候，就会这么做，哪怕它有违实际情况。

饼干罐储备。这指的是对一些东西的高估或低估，比方说，出版社高估或低估退货率，信贷机构高估或低估可能的贷款损失，制造商高估或低估保修义务。管理人员故意估计得不正确，为的是方便调整或理顺同期实际收益与预期收益的差额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“不重要”。会计实践中的重要性原则要求，凡是重要的东西都要报告，不重要的东西则可以不报告。重要性并不是一个绝对的概念，它也牵涉到判断。按联邦证券法的规定，上市企业判断一种东西是否重要，依据的法律标准是这样：这种东西是否重要到会影响投资者对债券的投资决定（会计准则里也有类似的规定，它问的是这种东西是否会影响理性人的判断）。对重要性的判断，往往采用的是粗略的经验法则。会计和审计员经常用来判断重要性的一条经验法则是：这种东西是否会对公司收益造成5%上下的影响。但套用这种简单的规则，可能会把一些在性质上有突出意义（但数量上不明显）的事情从财务报表上抹杀掉。

“葡萄酒还没养到成熟就提前喝掉”。它反映的是提前确认收入的做法。比如，玩具制造商可以把仓库里的货物标为“售出”，哪怕这一仓库的玩具没有卖掉甚至永远也卖不掉。又比如，手机分销商可以把已经运货并收到货款的商品标示为“售出”，而不管买家有90天的自由退换期。

为了解决这些蓄意操纵的做法，美国证券交易委员会呼吁立刻采取一致行动，这一呼吁简直是要从根本上改变美国企业文化。莱维特介绍了一套包含了多方面的计划，首先是责成美国证券交易委员会的工作人员审查滥用重组、虚报损失或准备金的财务行为。他要求美国注册会计师协会澄清有关购入研发部门、大规模收购冲销和确认收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的审计规则。他还指示美国证券交易委员会的工作人员不仅要从数量的角度考虑重要性，还要从性质的角度考虑；要抛弃“重要性只会造成一些小问题”的想法；要颁布收入确认的新标准。

莱维特还呼吁制定标准的私营机构参与这项事业，他尤其请求财务会计准则委员会(FASB)重新考虑现行会计准则中债务的定义。他鼓励公众监督委员会（Public Oversight Board)负责检查，加强对下属的审计董事会的关注，招募更多有财务背景（相对于法律、市场营销和公共服务而言）的成员。他提出，审计委员会要经常召开会议，提出更严厉的质询——莱维特把这称为“来自私营部门的回应”。他任命了蓝丝带委员会，要求他们汇报提高审计委员会作用的方式方法，并呼吁管理层本身和华尔街在这些活动上通力合作，还财务报告一个真实而完整的面貌。

在这项计划的鼓动下，美国证券交易委员会对参与了莱维特所提及的盈余管理行为的企业，提起了一连串的法律诉讼。证交会采用了更为严厉的审计管理规则，要求审计员审核季度财务报表，对重要性原则做了定性和定量的阐述。

审计委员会现在必须审查并担保财务报表的准确性，在股东委托代理书中提供报告，说明是否签署了财务报表、书面章程是否阐明了委员会的职责。此外，委员会还需每隔3年将此类章程递交到证交会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证券交易所也采纳了一些相关的规定：要求上市公司说明审计委员会的成员是否独立于管理层，审计委员会成员必须有财务背景。

莱维特雄心勃勃的改革正在展开，投资者应当支持不折不扣执行这些改革的企业。然而，不管花多大的努力，也不可能完全消除通用会计准则里不可避免的灵活变通性，更免不了有人会受它们的诱惑。明智的投资者仍需要以适当的怀疑态度监控财务报告，对可能存在的失真保持警惕。过去并不一定代表未来，但过去必然是未来的序幕。1936年，格雷厄姆就曾对企业美国滥用财务报告的风气大加嘲讽，自那以后，许多人也这么做过，其中最著名的要数纽约市立大学会计学教授亚伯拉罕·布瑞洛夫（Abraham Briloff).

讽刺作品

格雷厄姆曾讽刺地虚构了一家叫做“美国钢铁公司”的企业，它采用“先进的簿记方法”来报告收益的“惊人提升”，无须任何现金支出，也无须经营或销售状况上出现什么变动。为了与时俱进地说明会计欺诈，我们也来虚构一家公司，看看它会怎样使用莱维特痛斥的那些方法来实现同样的目的。它的新闻稿及随附的财务报告可参照下一节的案例。

虚构案例：电子美国.com宣布实现正收益电子美国.com今天发布消息，说公司已经实现正收益，震惊了华尔街的分析师。此前，分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

师普遍认为这家初创企业自去年上市以来将持续负收益，消息发布之后，公司股价暴涨40%。尽管这种做法常见于报告负收益的公司，但我们相信，报告无盈利的企业，也会出于同样的理由这么做。

电子美国.com的收益增加，不是因为它采取措施增加了销售量，改进了产品、分销渠道或客户服务，而是因为在账面上对公司经济活动的记录做了改进。公司的实际情况是每股亏损25美元，可应用了这些新的记账方法后，变成了每股盈利50美元。会计改进由以下步骤构成：

修改收入确认政策；

调整坏账准备金和处理方式；

将市场份额的价值记录为资产；

将我们“烧掉”的现金量记录为资产；

以不同的货币报告；

对重要性概念加以精心提炼。

电子美国.com的董事和审计员串通一气，在本周召开的董事会上一致通过决议，着手采用本项目：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

董事会及独立外部审计师，经过仔细的研究和考察，认为10个月前公司上市时采用的会计政策和实践过时了，不能反映公司管理者对业绩的期望或预期。

在特别审计委员会的帮助和支持下，董事会及审计师认为：其他许多公司都靠着采用创新的前沿技术报告会计结果，在资本市场上获得了竞争优势，而本公司却因为没有遵循这些最佳实践——称之为“新会计”——落到了不利地位。

采用“新会计”将抵消这一劣势，无需支付现金或改变任何经营活动，即可提高公司的市场资本化。在审计员的见证下，董事会做出了如下调整。

修改收入确认政策

我们这个行业的竞争局面，促使我们向客户提供慷慨的信贷条件。这包括客户享有180天的全额退款期：如果他们不能在180天内将商品转售给最终消费者，可以退货给我们并得到全额退款。我们以前是等到180天期满之后才确认收入，以免届时货物并未卖出。

但这种旧经济政策大大减少了我们在利润表里反映的报告销售额。董事会决定，这类交易一旦销售立刻登记，原因是我们的销售团队付出了不懈努力，理论上应该能得回货款（我们可以之后再调整收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

入，但眼下，我们宁愿报告短期内的好消息，尽量把坏消息往后面推）。

特别是，我们偶尔会把库存“放在”拥有无条件退货权（我们口头做了应允，或签署“单边保证函”，当然，它们是跟销售文件分列的）的客户那里。因为存在这种安排，我们能报告更高的销售收入，收益也将出现大幅增长。如果当真要进行调整，平滑这些收入，我们会在之后的季度报告里重新阐述从前的收益，说明它们是由于我们的应收账款存在“收款”问题所导致。

调整坏账准备金和处理方式

在公司的融资部门，我们打算减少为拖欠款项和坏账准备金，把它们报告为流动资金。为此，我们有时会延长客户债务的到期日。我们还可以不管可行性，假装一定可以收回这些拖欠贷款。这样，我们大幅降低为信贷亏损预留的准备金，提高我们的净收入。

同样，在公司的所有部门，我们都会把客户退回的商品当成已售出商品，不让它们冲减我们的退货准备金。这项新政策的另一个好处是，它能增加我们的应收货款周转率，让我们的运营显得速度快又有效率。

将市场份额的价值记录为资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场上目前存在一种热门趋势：交易员和投机者会根据互联网公司的产品在市场上占了多高的份额来衡量公司的价值。这些公司的股票在首次公开发行和上市交易时价格高到了天上，总要有这样的解释才能说得过去。毕竟，大多数此类公司并不产生任何收益，甚至连正的现金流都没有。为了在这种疯狂当中保持领先地位，我们采取了合乎逻辑的应对措施：把市场份额的价值，列成我们资产负债表上的一项资产。

每个季度，我们会根据市场份额测量市场给予我们的价值，并将计入“市场份额”资产项。考虑到我们其他的新会计调整能让我们负数的现金流和收益报告变为正数，这一政策也算恰如其分了。不管怎么说，我们相信这是股东和市场参与者们想要的东西，我们不过是在配合他们而已。

将我们“烧掉”的现金量记录为资产

现金流为负的公司有时会用筹集来的现金量进行贷款，用来研发新产品。生物技术行业尤其如此，我们认为，这种方法的逻辑同样适合我们这一行。投机者和交易者认为“烧钱”大有价值。

从今天开始，我们会把烧掉的现金量记入资产负债表上的资产项，不再记入利润表里的费用项。另一方面，把开销的现金当成费用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还是当成资产，会给我们的收益带来突出的影响，所以，根据每个季度报告收益的发展趋势，我们将保留在两种做法中换来换去的权利。

以不同的货币报告

我们在互联网上的一个物物交易网站里销售许多产品，并为其他公司提供票据交换服务。然而，这些商品和服务并不是直接采用物物交换的形式，而是由我们向网站注册会员发放“.com元”来进行交换。这种“.com元”的票面价值远比真正的美元要大，我们打算把某些资产和销售交易按“.com元”来记录，这样能大幅提高我们的报告资产和收入（当然啦，我们又不是傻瓜，开支和债务我们会继续用实际的美元来报告）。

对重要性概念加以精心提炼

就某些经济事件对我们公司是否重要，律师和审计师经常妄下权衡。他们对重要性的定义，是理性的投资者会如何看待这件事对公司业务和财务状况的影响。过去，这样的定义使得我们要在财务报表里报告许多细节情况，这些事情对公司管理者、其他股票期权持有者根本不重要。

为了将管理层的需求和财务报告的规定调和起来，董事会对重要性采纳了一套新定义。根据这一定义，未对公司收益造成5%影响的经济活动，对公司来说都不重要。较之原先的定义，这条规则更为明确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和可靠，也让我们的会计部门获得了更大的确定性。运用这套重要性定义，我们可以省略大量烦琐的报告问题，从而也就节省了大把的票子（这很重要）。

……

正如这篇讽刺小品里电子美国.com的报告所说明，会计和盈余管理能把事实歪曲到什么程度（很多例子都是根据现实中发生过的案例改编的）。当然了，现实中不会有哪家企业发表这么坦率的新闻稿。这样老老实实的招供，跟在会计上弄虚作假的目标可不一致。

因此，就算你看到了财务报告，要是不知道读它的窍门在哪里，你是发现不了其中大胆冒进、遮遮掩掩、弄虚作假的地方的。以下列举的近期财务花招会对你有所帮助，坚持阅读报纸、简报和可靠网站上几乎每天都刊载的财务欺诈报道，也能让你得益良多。

思考这类案例的时候，请注意：许多备受批评的技术并不一定都是违法的，也并不见得违反了一般公认的会计准则。然而，它们大多破坏了财务报告的真实完整性。更糟的是，纵容这种冒进做法的企业或财务报告文化氛围，有可能会让财务报告的实用性缩水：一开始只不过是有点冒进，一步步出现了越界的压力，最后变成了欺诈。

总有压力让人想要在会计上动些手脚。很多曝光的丑闻表明，经济特点差劲、面临激烈竞争的企业，会计不规范操作的问题最多。公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司的合同约束，也增加了采取冒进和不规范会计操作的压力。比如，很多贷款协议就包含了让借款人承诺维持一定的财务比率的条款，如债务股本比和前面讨论过的其他一些比率。为了满足这些承诺，管理者无奈动起了手脚。

为实现销售或收益目标的激励性薪酬协议，可能会助长弄虚作假的会计游戏。公司要承担的和解协议、法院裁决以及其他法律义务，也都会造成类似压力。额外融资的打算，也会驱使人编出好看的业绩报表，哪怕实际经营萎靡不振。更普遍地，正如莱维特所警告，痴迷于短期结果的投资气候总会产生维持收益稳定增长的压力。

财务谜语

难以判断的冒进会计技术和机会很多，没有哪两起丑闻完全一样。然而，大多数会计丑闻都有一个简单的共同点：虚报收益。夸大收益最常见的一种办法，是把本来该视为费用的东西当成资产或负债。这种欺骗把做业务的成本藏在资产负债表里，这样，利润表里就没有它们的负担了。

剖析大部分的会计欺诈，只要对简单的记账规则及其与财务报表的关系有个入门的理解就行了。复式记账法要求每笔交易的借贷金额相等。它让资产负债表左右相等（资产始终等于负债加净资产），并反映了利润（收入减去支出）和净资产之间的直接关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尤其是，资产或支出账目的增加部分要求计入借方，减少部分计入贷方；债务或收益账目的增加部分计入贷方，减少部分计入借方。这些记账规则永恒不变，所以，除了虚报或不记录交易，会计造假还包括一些技巧性处理：是把交易算做资产还是费用，算做是债务还是收益。

培生/企鹅公司的例子

来看看培生集团怎样为下属企鹅出版分公司销售的图书记账。赊欠式销售要求计入借贷两项：资产账目下记为借项，是“应收账款”，收益账目记入贷项，是“销售收入”。之后收到现金付款，借项记为“现金”，贷项记为“应收账款”。

对一部分预付款买家，企鹅公司会给他们按标价打10%的折扣。根据记账规则，收到的预付款要按未打折的标价记入贷项下的“应收账款”。由于买家的实际付款在标价上打了10%的折扣，借项下的现金应当按标价的90%计算，其余10%记入费用项目。如果加上了10%的折扣费用，那么财报上的收益就减少了。

培生集团并未采用这种标准记账规则，而是把预付款按标价的90%记入借项下的“现金”，并把同一款目记入贷项下的“应收账款”，这样，费用项目下就根本不会出现这10%的折扣。它单纯成了资产账目的一部分——应收账款，从而人为抬高了报告收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

乍看起来，企鹅给每位客户打10%的折扣，是个很小的变化，但在6年当中，它们积累成了1.63亿美元。培生集团的管理层在把企鹅出版社和新收购的普特南·伯克利出版社进行整合时，最终发现了这笔藏起来的折扣。最终，培生集团对内部相关人员来了场大扫除。

水星财务公司

1997年1月，水星财务公司宣布，1996年的前3个季度和1995年全年，它多报了100%的收益。水星财务的业务，对为信贷评级差的客户提供贷款。公司上下乱成一团，CEO和审计官全下了岗，聘请了新的危机管理专家，跟波士顿银行及所罗门兄弟公司的交易全部取消了。它没有现金偿还到期的商业票据债务，在破产的边缘摇摇欲坠。

这家公司和消费者财务行业几乎隔几天就会登上报纸头条。一些评论家指出，很多跟水星财务一样从事高风险业务的公司多会使用“冒进的会计技术”——完全正确；另一些所谓的专家则评论说，财务公司的会计“异常复杂”——这就不对了，其实没什么复杂的。

对贷款方而言，贷款是资产，哪怕有些贷款不大可能偿还。不良贷款属于费用——也就是做生意的成本。费用减少了净收入。估算不良贷款总额可能会涉及复杂的判断，但会计很简单。注定收不回来的贷款记入费用（借项）。贷项下则是一个名为“坏账准备金”的账目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

水星财务公司并未把所有不良贷款都视为费用，而是这样决定的：哪怕借款人并不还钱，公司还是要收回这笔钱（比方说把借款人的车给没收了）。在账本上，他们在借项下造了一个名为“其他资产”的资产账目来反映收回贷款的权利，而不是把它记入费用账目，表明这笔贷款可能永远收不来了。靠着少报费用，水星财务的报告收益总是很高。

水星财务公司的财务报告把凯歌唱得声音太高，不小心泄露了天机。在它的资产负债表上，其他资产账目从1994年底的2.46亿美元飙升到了一年后的12.1亿美元。就算此账目之下除了收回权利还有其他资产，这么惊人的增幅对稍微有点会计知识（或是有点常识）的人都该显得很奇怪。

美国在线

美国在线的资产-费用是笔糊涂账，源自它不把开发用户群的支出款项当成做生意的成本（费用），而是当成了业务投资（资产）。20世纪60年代末70年代初，全国学生营销计划舞弊丑闻就是这么做的，不过这也的确属于一种判断。

对这类开支的处理方法，可以分为两种。你可以认为在线服务类似报纸，并按照报纸行业的惯例办——把这类开支视为成本（费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

用）；你也可以把在线服务比做直邮公司，采用后者的处理惯例——将这笔开支视为资产，把所发生的成本计入未来的会计期内。

如何选择这两种做法呢？会计上要考虑的问题是：这些支出能不能在未来期间带来可靠的收入。事实证明，美国在线无法预计新用户会使用自己的服务多长时间，所以，说这些支出能增加未来收入并无根据。

美国在线的管理者和审计人员做出目前的判断，也许自有他们的道理。但经历了可怕的媒体报道和股东提起的集体诉讼官司之后，有一点可以保证——他们后悔了。

和水星财务公司一样，美国在线的凯歌唱得太高，以至于泄露了天机：资产负债表上显示了一项奇怪的资产，叫做“用户获得递延成本”。1995年8月到1996年10月，它猛增到了3.85亿美元，成了美国在线资产负债表上最大笔的资产。股东们愤怒地抗议，迫使美国在线于1996年秋放弃了这种做法，并重申了收益，勾销了80%的所有者权益。

纺织品中心

判断在企业会计决策中扮演着关键的角色，因此，在选择把一笔交易视为费用还是资本，或做其他会计决定的时候，管理者常常说服审计人员和董事接受自己的立场。但就算真的采纳了管理方的意见，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

企业的财务报表中也应该对这一判断加以详尽说明。但实践上并不总是这样。

为什么有必要揭露这些困难的判断呢？如果你对此感到有些困惑，那就来看看美国证交会起诉纺织品中心公司（下辖乔安纺织品连锁店），最后达成和解背后的故事。纺织品中心知道自己门店的每日销售数据，但除非到了每年盘点库存的时候，否则它无法判断售出商品的成本，也不知道利润率是多少。所以，它就采用了所谓的毛利法（用前一年的实际利润率推算下一年每季度的利润）来进行估计。

然而，有好几个季度，激烈的价格竞争大大吞噬了利润。趁着利润下降的情况尚未登入财务报告，还没公之于众，公司对外发行了债券。于是，美国证交会起诉纺织品中心对价格竞争的情况、对利润进行估算的做法披露不充分。

使用纺织品中心的库存系统（这件事发生之后，它已经更新换代了），判断每季度的利润率是必要的。但那些参与发行债券的人，明明知道每季度的财务报表未经审计，就把它用了起来。对会计估算所发挥的作用，这些人应该提高重视。

光线公司

光线公司的会计欺诈手法有所不同，但也相当常见。它那些经媒体大肆报道的会计阴谋，归结起来就是一系列所谓的“接单不出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

货”式交易。冬天的几个月，它记录卖出了木炭烧烤架，哪怕烧烤架要到来年春天才送货。靠着这样的蓄意操纵，它就能在冬天报告更高的销售额。

这起会计诡计，发生在自封的“危机处理之王”艾尔·邓拉普任期快结束的时候。自从他执掌业务大幅滑坡的光线公司之后，炒掉了一半的工人，关停（或合并）了一大半的设施。邓拉普吹嘘自己的目标是要“振奋”公司，说他的计划像诺曼底登陆一样精心安排（可惜，邓拉普不是丘吉尔，他在光线公司搞的所有计划最终都惨淡收场）。显然，有了这种突破困局的心态，发生会计违规行为的可能性激增——虽说也并不是完全不能避免。

微策略软件公司

光线公司在收入确认上要的把戏，已经蔓延到了其他行业，尤其是计算机软件行业。莱维特把这个行业给单独挑出来，专门做了解释。这一行里最戏剧化的案例发生在微策略软件公司。

微策略公司签订了几份不同寻常的合同，从另一家企业买入并卖出某种东西。有了这种双重交易，公司得以提前记录收入（远远早于会计准则规定的期限），并将这部分的账目掩盖起来，好让审计人员查账的时候看不出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来自媒体记者的压力迫使公司及其审计师稽查这部分合同，并最终判断早前的会计做法有误。这下可好，等公司洗干净了手脚，股价已经从每股245美元跌到了87美元（缩水60%）。谁的损失？挨了骗的股东们。

圣达特公司

公司披露信息时使用模糊的语言，意味着它碰到麻烦了。20世纪90年代末圣达特公司发生的会计大丑闻留给人们一连串的教训，以上只是其中之一。圣达特公司是1997年年底CUC国际公司和HFS有限公司合并后成立的。

CUC公司提供会员制折扣购物服务，通过会员缴纳的会费获得收入。平均而言，这种会员制企业从长期会员身上赚的钱比短期会员更多。确切地说，要是会员入会不满一年，公司所得的利润就是零，因为这部分会员有权要求退还会费。

CUC的一贯做法是，一收到每名会员的会费，就即刻将它确认为收入，至于费用，则分摊到3年的会员期上。早在1989年，这种会计实践就让CUC碰到了一些尴尬局面。从记账的角度看，它在借项下记入收入，在贷项下记入费用账目和若干负债账目，靠着借贷两项的不匹配，公司得以提高报告收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

遭到财务分析师和其他人的严厉批评之后，CUC在这一点上有所收敛，但在其他方面继续采取冒进的会计实践。其中最主要的，是它在会员流和年度续约率上要弄的报告手腕。考虑到新会员对公司的利润没有太多贡献，只有长期会员才具有真正的价值，上述信息对于评估公司的未来前景非常重要。

这种误导性的说法只是公司无数违规行为中一个突出的例子。后来，投资者对CUC提起了诉讼，公司用28亿美元才达成和解。法庭上采用的司法会计报告把真相公之于世。司法报告指出，公司这些做法，淋漓尽致地体现了它恶性的会计实践文化。CUC还对退还会费的比例做手脚，调动现金，甚至在CUC和HFS合并形成圣达特的相关账目上造假。

小结

并非所有的企业都存在冒进或不规范的会计行为。麻烦的是，要察觉很难。巴菲特打趣说：“用一支笔能偷一大笔钱，用一杆枪却只能抢一小笔钱，而且，前者容易太多了。”要避免被人用笔杆子抢钱，必须关注塑造企业文化的管理者。有些企业的文化鼓励高尚的会计实践，也有些企业（比如前面列举的那些）却鼓励格雷厄姆所说的“数字戏法”。不管是全国学生营销计划舞弊案，还是圣达特公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的丑闻，问题的关键都在于：企业的高层管理者是不是一些足以信赖的人，这就带出了本书下一部分的主题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三部分　信任经理人

第11章　放眼世界

沃伦·巴菲特一再强调只与你“喜爱、信赖、尊崇”的人做投资（这样的表达多次出现在《巴菲特致股东的信：股份公司教程》一书中）。格雷厄姆淡化了投资选择中的管理方因素，而其这样做的原因并非是认为管理方因素不重要。

格雷厄姆的问题在于对管理因素评价上。他认为“除非设计应用一套客观可靠、信度较高的定量测试方法来测量管理能力，否则对管理因素的评价将始终如雾里看花般不真切。”格雷厄姆认为对于投资人来说，评价管理因素的上上之策就是参考过去的经营业绩、财务报表。

同时，在格雷厄姆看来，投资的主要原则之一是高度重视诚信度。他恳请投资人不要把钱财交给他人，除非投资人可以监督此人，或者投资人“有极其充分的理由完全相信此人的诚信和能力。”虽然格雷厄姆指的是投资顾问，但是这一点同样适用于经理人。毕竟，无论投资人使用中介人与否，其钱财都把握在企业经理人的手中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

虽然对管理方能力及可信赖程度的评价仍然模糊不一，但有两点是必须考虑到的。首先，在格雷厄姆提出上述论断之后，企业治理方面已有了蓬勃的发展，许多人认为当前的局势有助于人们更清醒地评价管理方的诚信及工作的效率。其次，在格雷厄姆把财务记录作为衡量管理方能力的评价标准时，曾含蓄地指出管理方诚信的重要性。正如我们所见，既往财务报表的可靠性取决于管理方的可信赖程度。

尽管管理方能力及可信度并不一定与公司的价值成正比，然而这两项缺失的公司则注定没有投资价值。正如巴菲特所说："投资人应该更多地把钱投入到由与股东关系良好的管理方拥有的企业，而非投入到由形形色色自私自利的经理人持有的企业。"

要评价经理人的诚信及能力，首先需考虑经理人在美国及其他发达国家所恪守的行为准则。尽管许多言论表明了上述惯例的重要性，然而事实却常与之背道而驰。现在让我们简单地看一下各国的公司治理情况。

两个世界的故事

人们习惯上认为美国和英国的公司的经营主要是以股东的利益为目的的；而在日本、德国及其他欧洲大陆各国，情况则截然不同，管理方经营公司是为了股东、员工、债权人乃至全社会的共同利益。从理论角度看，上述概括不无道理；而细究起来，情况却并非如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以上对比描述了美国/英国股东市场的经营方式。在该模式中，经理人和股东协作，组建、管理公司。股东持有公司的股票，股票的价值根据公司的发展变化涨落。经理人由公司的日常运营者（行政人员）和负责监督指导公司运营者（董事）共同担任。

英美公司治理的主要问题在于股东与经理人二权分立造成的所有权与经营权的分离。两套机制可用以解决上述问题。一是监督机制，通过给予经理人更多职责或者授权给股东的方式，采取措施解决问题。二是退出机制，该机制又称华尔街法则，特别包括自由转让所有权，股东可以自由出脱手中持股退出公司经营。

监督机制和退出机制巩固了金融和劳动力市场，反之亦然。因为管理、控制公司运营的市场的存在，股东可以淘汰掉劣质的管理。作为退出机制的自由转让所有权有助于发展完全活跃的高流动性资本市场。美国的公开法案促进了公司经营的透明度，大大增加了市场推动力。

公司的透明度以及英美的自由就业政策有助于高效劳动力市场的建立。例如，在透明度的作用之下，如果经理人经营不善，股东很可能会投票革除其职务，其他的公司也不大可能再雇用他们。

同时，经理人可以借助同员工签订协议、扩大员工数量的方式来提高效益。当然，工会常可通过协议及联邦劳动法保护的团体协约获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

得重大的权利。该权利并非源自外部强加的调控，而是个人自愿安排的产物。

消费产品市场也推动了企业管理绩效准则的建立，它记录下消费者的消费习惯，并最终产生良好的公司利润。不过，劳动力市场距离完美尚遥远。时有所见，尽管表现得差强人意甚至是远不尽如人意，但一些高级管理人员仍拿着高得令人咋舌的薪水。

美国的大量诉讼案使监督机制进一步得以加强。股东能够通过合法诉求、诉讼及程序法律与衡平法补救来保护自身的利益。专业的律师团队不仅可以帮助他们提起直接诉讼、衍生诉讼和集体诉讼，还可以探讨确定此类诉讼的依据，甚至为之提供资金。

美国公司其他相关人的权利与股东的权利大不相同。员工、供应商、债权人及顾客的权利由合约设定。这样做的主要理由是一旦公司破产，股东将是最后获取赔偿的一方。这意味着当经理人代表股东时，会间接保护所有索赔人的利益。

此类市场的主要财务特征是所有权分散的公司股本证券。所有权分散下的文化因素激发了创业精神，鼓励需要投资人（新创公司和迅速发展的企业）和提供投资人（风险资本家和投资人）广泛参与到权益投资中去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这种所有权结构依赖于对集权文化的排斥。最好的例子是《谢尔曼和克莱顿反垄断法》，在西奥多·罗斯福的反垄断民粹主义环境下，在这个法案的作用之下，美孚石油等公司结束了其垄断地位。另外一个例子是《格拉斯—斯蒂格尔法案》，该法案诞生于经济大萧条时期，将投资银行从商业银行中分离。该法案于1999年废止，这一方面反映了世界经济全球化，权力被分散，另一方面也反映了美国态度上的些许转变。美国政府与微软在反垄断法下的战争表明，美国对垄断的顾虑仍然存在。

英美公司的经营模式与日本、德国和欧洲大陆其他企业所谓的银行/劳工模式形成了对比。上述国家的银行/劳工模式的主要财务特征并不是股东市场模式下的所有权分散，而是所有权集中化以及存在着大量的投资中介。银行作为金融中介接受个人存款并将存款投资于公司企业，只有少部分的投资主体存在。集中所有权和持有债务为发展运作积极的高流动性资本市场减轻了压力。此外，没有什么能像《格拉斯—斯蒂格尔法案》一样缓和了投资所有权集中的形势，令金融业形成了银行、证券分业经营的模式。

所有权集中产生了少量强有力的股东和债权持有人，与英美公司需要用不同方法来确定各种权利相比，同时具有股东和债权持有人双重身份，几乎不需任何监管治理机制。因为银行既可作为主要的股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

又可充当债权持有人，所以在惠及股东还是公司其他利益相关者方面做出选择时，压力并不大。

因为传统上劳方不再是通过合约确定其利益的公司管理活动的参与者，而成为了公司治理结构的中心，所以监管治理机制就变得不再需要。工资制定政策和解雇劳工保护法（与美国/英国的自由雇用形成对比）表明欧洲国家坚定地致力于劳工保护问题。以上因素也解释了为何公司高管与普通员工收入上的差距在银行/劳工模式下没有在市场模式下大。

在公司的正式管理上，德国和荷兰把劳工正式提升到公司第三重要领导者的位置。公司在工人委员会的指导下运营，经理人需就有关公司政策方面的各种问题征询工人委员会的意见。德国公司普遍采用包含管理董事会和监督董事会的两级制董事会制度。

管理董事会(Vorstand)负责公司管理，代表公司进行第三方交易，定期向监督董事会提交报告。监督董事会(Aufsichtsrat)负责调动、任免管理董事会成员，监督公司的管理工作。根据德国法律，监督董事会的成员由员工和股东选出，持有等额股份。虽然监督董事会并不能做出管理上的决定，但管理董事会酝酿的动作和业务措施需获得监督董事会的许可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

德国公司的双董事会结构基于劳资协同经营制度(mitbestimmung)的基础之上。因为劳动力和资本共同决定了公司的未来，因此劳工应该作为监督董事会的成员从公司的治理体系上保护自己的利益，而不是通过合约或政府的规章制度。占据了独特的地位、同时扮演着股东和债权持有人角色的银行是构成监督董事会的又一股力量。因此，所有权同控制权的分离——作为股东市场模式的定义性特征——在银行/劳工模式下显然不存在。

在银行/劳工模式中，即使是仅有的股东也无权取代经理人。在德国和荷兰盛行的两级制董事会制度下，权力缺失的主要原因是欧洲普遍采用企业委员会制度。欧盟要求除英国以外的所有成员国在大部分公司确立员工协商程序、建立工人委员会。

许多欧洲大陆国家将欧盟的要求贯彻得更为彻底，要求所有公司建立工人委员会。在确定或实施影响员工利益的主要政策（包括关于提议裁员及可能改变管理权）时，管理方必须与委员会协商。为了在公司治理方面激发员工的积极性，欧盟还要求在出售企业时，聘用合同作为企业资产一并出售，因此根据法律，企业接管者仍需对合同负责。

同欧洲的模式相比较，日本加强了劳工和商业信贷银行在公司管理结构中的作用。同欧洲相似，日本银行往往拥有大量的债务和实业公司的股票。横向协作是日本生产模式的鲜明特征。员工是生产过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中的多面手，他们不仅要与人分享大量的信息，还要经常参加培训。然而，受专业化所限，公司需在劳动力市场加大投资力度，发展必需的专业化人力资本。

日本公司因此会因为员工的跳槽而面临比欧洲及美国公司更大的投资损失，而员工也需面对所掌握的技术为公司特有、只能在本公司使用的风险。为解决这一问题，公司和员工发展了终身雇用制度。该制度给予员工永久的工作保障，因而也为公司赢得了有所约束的劳动力市场。

因为这一保障了双方利益的制度并没有任何法律保证，因而日本转向了交叉所有权制度。日本的实业公司拥有大量其他公司的证券。结果，日本公司的所有权比欧洲更集中，相应削弱了资本市场的约束力。

义务的误读

不同模式的对比就到这里。现实表明，在各发达的经济体中，管理职责的真正受益者时有相同，更存在着普遍差异——这一点对投资人来说很重要。公司的社会责任是美国公司管理的一个重要方面。直接努力改善所有非股东成员的状况从侧面说明了股东利益最大化有利于公司的其他相关人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在满足公司成员的诸如反优先雇用、雇用童工、裁员、环境、合理工资、隐私、性骚扰及工作和家庭的平衡问题等各方面的要求上，大部分公司都采用了直接的方式。这些公司的经营离不开员工培训、协助方案、工作宣言和社会责任审计。

社会责任已延伸到大型公司的层面。比如，商业社会责任组织成立于1992年，目前拥有1 400多个公司成员，这些公司年营收超过1万亿美元，员工总数近500万。许多家喻户晓的公司都很好地履行了社会责任，如美国电话电报公司、可口可乐公司、杜邦公司、联邦快递、家得宝公司、摩托罗拉和宝丽来公司。很多共同基金和其他机构投资人承诺只投资有社会责任感的公司。一些投资人称这种投资方式能够使股东财富最大化。

许多公司纷纷效仿，强调承担社会责任。一些传统的公司成为承担社会责任的典范，如美体小铺及Ben＆Jerry’s（联合利华公司在2000年年初接手，允诺扩大这一全球消费产品巨头的社会责任）。还有一些令人惊讶的追随者，如飞利浦-范霍伊森公司——其CEO为里根政府时美国贸易政策顾问布鲁斯·克拉斯基。孩之宝、锐步和沃尔玛也紧跟趋势。州法律要求董事必须尽力为股东和公司整体利益服务。

德国法律充分考虑到董事责任的受益人除了股东以外，还包含其他相关人。而德国也要求董事顾及股东的整体利益，禁止他们做出有悖于股东利益的行为。因此，代表了欧洲国家的德国公司法和美国的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法律均意在保护所有相关人。为此，这两项法案规定了管理方的受信义务和忠诚度。

注意义务需要明智的商业判断，这意味着董事必须搜集所有可以合理使用的重要资料，之后再谨慎地履行其职责。在大多数情况下，董事违背注意义务需承担的法律责任需要法院做出审查，看董事是否存在重大疏忽——这是一个很高的标准，类似于酒后驾车。忠实义务要求董事在个人利益与公司利益产生冲突时，以公司利益作为自己行为和行动的最高准则。在经济发达国家，董事义务的具体实施各有不同，但是差异并不明显。

英美和欧洲大陆董事义务间的差别比想象的要细微得多。不同的法规规定了这些义务的内容而不是各方受益者。这些法规目的在于保护并扩大“企业馅饼”的规模，而如何切分这块馅饼则鲜少涉及。

公司最大的问题是经理人与公司其他利益相关者的对立。经济发达国家的公司，其垂直体系大都大同小异。当公司控股遭遇威胁时，这一问题则变得尤为突出。

大多数美国法律要求董事在面对恶意收购时需强化董事义务，或者加强对董事行为的司法审查。在上述两种情况下，主要关注的问题是董事行为是否充分考虑了股东的利益。德国法律并未强化董事义务、加强司法审查，只是要求董事不要违背股东的利益，要充分尊重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

共同利益。然而美国标准的提高并没有使美国模式与欧洲大陆模式相分离。

许多国家要求董事考虑各种情况下非股东公司成员的利益。例如，在美国，尽管法官常说“股东至上”，但他们同时会要求董事考虑公司决定对股东以外其他相关人包括债权人、顾客、员工，有时甚至是整个社会的影响。

法官有时在自由量裁时会采用强制性语言，即使是在经理人对抗恶意收购时——格雷厄姆认为这种20世纪60年代末常用的方法可以约束表现不佳的经理人。例如，在20世纪90年代中期，特拉华州最高法院受理了时代公司董事反对派拉蒙公司的恶意收购案，时代公司提出其部分原因是有必要保护该公司新闻诚信的文化。因此，在收购的情况下，即使是对董事会行动最严格的司法审查，董事也会拥有很大的自主权。

收购法不要求任何特别行动，也不会强迫董事确保股东获得最高价格。事实上，此类案例一致调查的是是否有威胁公司的因素存在，而不是仅仅或一定调查股东的利益是否受到了威胁。

下面是一个超越了股东利益的法律下的生动案例，让我们看看联信公司与美国金属产品公司对公司的控制权之争。美国金属产品公司经济效益急剧下降，联信公司以超出市场55%的价格收购美国金属产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司。美国金属产品公司的股东大力支持联信公司。在一个月内，联信公司获得了美国金属产品公司72%的流通股。支持联信公司的股东有美国金属产品公司的创始人罗伯特·希克森和拥有近80%股份的许多机构股东——包括教师退休基金会（TIAA-CREF)。

教师退休基金会加入了一个起诉美国金属产品公司董事会的股东集团。该股东集团在联信公司和美国金属产品公司的股东直接诉讼中采取了非常措施，其成员分别填写了“法庭之友”案情摘要支持联信公司。教师退休基金会辩称，美国金属产品公司践踏了基本的“股东民主原则”。

尽管联信公司有着压倒性的股东支持率，但美国金属产品公司的管理方成功地为收购设置了一系列障碍。管理方引用宾夕法尼亚的法律——要求董事不应为股东而应为公司的最佳利益服务，允许董事会尽心尽力地为其理解的员工、贷款人、不同的群体等相关利益相关者的最佳利益服务。美国金属产品公司管理方提出的一个障碍就是出色地改变了“毒丸”的条款，以便不会被在联信公司董事加入之前管理公司的董事吃掉。

美国金属产品公司寻求一纸强制令，禁止联信公司的同意征求，除非提名的董事候选人申明如果当选，他将按照宾夕法尼亚法律义不容辞地为公司整体，而不仅仅是股东的利益服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

联信公司称美国金属产品公司在联信公司的收购过程中违背了董事的受信义务。美国金属产品公司采取非常行动抵制联信公司，并获得了法院的支持。在联信公司看来，法庭一再强调宾夕法尼亚法律的核心——“利益相关者”标准，明确表示“董事可以权衡股东和其他相关人的利益”。他们“可以考虑对各方的影响，包括股东、员工、供应商、顾客和债权人”。他们“不需将公司利益和某集团看做是首要因素”。

这些表述并没有表明股东优先原则。一个隐藏的事实是：从实施的角度上看，宾夕法尼亚标准并没有与美国其他州的标准有什么不同。该标准与德国法律相似，表达了德国法律所强调的共同利益。

想想德国曼内斯曼公司与英国沃达丰公司之战及德国戴姆勒奔驰和美国克莱斯勒的合并。尽管德国法律允许董事对员工、贷款人利益和所谓的共同利益进行评估，法律也要求董事会不要违反股东的最佳利益，双方董事会都做到了，但德国曼内斯曼公司仍让人出乎意料。

上述做法或许并不能说明股东至上，也有别于银行/劳工模式。两者的经理人都没有承担起坚持股东至上的责任。

世界大同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司业务全球化趋势表明了经济社会的进一步和谐，投资人不应该忽视这一点。这种趋势使差异变得越来越小，也越来越淡化了以公司所有者为中心的观念。在这样的情况下，本为数不多的坚持股东至上的美国公司经理人将会进一步减少。

产品市场国际竞争的硝烟蔓延数十年，而今金融市场的国际竞争也日渐激烈。在公司和其他机构在市场上寻求最低成本的资金的同时，投资人（资本的供应者）现在开始获取更多在境外的投资机会。孤立的资本市场不复存在，金融市场针锋相对的竞争接踵而至。

欧盟在许多方面将公司金融和管理融合在一起。最重要的是，单一货币的采纳通过平衡生产率差异这一技术进步和高投资的结果而缓和了竞争的局面。商业支出差距，特别是工资差距将逐渐缩小。随着各国采用欧元，最终放弃使用地方货币，这一进程将逐渐展开。

同样具有深远意义的是欧盟的创新大大减少了资本跨国流动的障碍。欧盟制定了一系列规章强制取消对外国投资的控制。只限制一些涉及国家安全、公众健康和社会福利的特定部门。许多欧洲国家保留权力，只在必要的时候进行控制。

会计准则

一系列基本原则的修订调整了欧洲的会计准则。这些准则包括：①财务报告需有统一的格式；②包括原始成本、权责发生制的普遍评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价原则及审慎的保守主义原则；③授权检查财务报告是否真实、公正；④年度审计；⑤公开文件存档；⑥合并原则。统一会计制度的趋势促进了公司财务和管理的和谐。

日本也采取了类似的措施。现在，日本的会计准则要求整合公司下属子公司的所有账目。由于过去缺乏这样的法律，一些公司为了保护母公司而将坏账转移给子公司。日本的新规要求如不动产的价值跌到原始价格的一半以下时，公司需列出所有待售不动产的市值。在此项规则制定之前，日本存在大量的投机性泡沫，从20世纪80年代一直持续到90年代（见第5章）。

世界上越来越多的美国以外的及非英语语言公司提前采用国际会计准则并用英文汇报其结果。例如，日产公司在1999年末提前6个月采用合并会计准则，用英语发出有关新闻稿汇报阶段结果，这对于10年前的日本公司来说简直是难以想象的（即使日产是一家有着法国背景的日企）。在2000年中，当日产用国际会计准则汇报年度财务成果时，显示了63亿美元的惊人损失。如此大的数字是因为考虑了养老金负债、关闭工厂的费用以及不动产和所持证券的更实际的价值。尽管造成这一结果的还有很多其他重要因素，但是考虑在非美国公司投资的投资人必须明白其他地方的会计准则并不像看起来的那样。

美国正在向世界上盛行的会计准则看齐。1996年10月，美国国会通过了1996年《全国证券市场改进法》，要求美国证券交易委员会就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发展国际会计准则的进度做出汇报。近10年来，美国证券交易委员会与国际会计准则委员会(IASC)合作，颁布了一套核心的会计声明。1997年10月，美国证券交易委员会向国会递交了汇报国际会计准则委员会进展情况的报告，并加入和响应国际会计准则委员会倡议的世界组织。

七国集团的财政部长和央行行长宣布支持国际会计准则委员会的行动，鼓励其尽快提出一套完整的核心原则。此外，世界银行希望“五大”国际会计师事务所坚决要求各公司按照国际会计准则准备其财务报告。英国前首相托尼·布莱尔、美国前财政部长罗伯特·鲁宾等人均郑重表示，发展实施国际会计准则是新兴的全球金融体系的一个关键部分。

美国证券交易委员会称国际会计准则务必要全面、保证可比性和透明度、全面公开、能提供严格的解释并对其实施负责。事实上，许多人认为美国证券交易委员会主席莱维特的广泛倡议响应了日益统一的国际会计准则，是对美国公司盈余管理的严格遏制。

未来的会计制度对投资人来说至关重要，如美国会计准则一样，保留着衡量商业现实的作用。这一体系与坚持财务报告诚实性的审计文化一起，为投资企业增加了无与伦比的价值。将眼光投向海外的投资人应该充分意识到差异，密切关注提供了机遇和挑战的国际新变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司治理

在欧洲，时有抵制制度统一的事件发生。例如，为了促进区域和谐（也可能是世界和谐），13则有关欧洲公司法的规章以及关于在个别国家建立欧洲公司（Societas Europaea)作为本国公司的补充的建议相继出台。然而，上述措施目前都不是欧盟的最主要目标。

有时，特别是在早期欧盟展开全面努力时，提议建立员工董事会代表和采纳一些统筹治理方案相脱节。反对的声音主要来自数十年来一直在选择英美同盟还是欧洲大陆的欧洲联盟之间摇摆不定的英国。虽然这种不确定为欧盟的和谐统一设置了障碍，但英国却在国内实现了这两种模式的融合。

美国的公司治理最初借鉴并改进了英国的传统。现在英国也开始引进改良的公司治理原则。英国1992年关于公司治理的《卡德伯里报告》（在1998年的最终版本中被重命名为《汉普尔报告》）旨在确定国际公司的“最佳范例”。他们打算借鉴美国在公司治理方面的技术革新，具体要点将在下一章中讨论。

英国在欧洲的重要作用以及英美公司治理间的联系使得欧洲大陆模式向市场模式靠近。法国的经历成为一个引起争议的实例。在历史上利益相关者模式和金融中介构成法国公司治理的特征。同时，法国采用的是国家主导型的产业政策，法国公司的规模普遍小于其他资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

主义国家公司的规模，法国的产业精英并非来自于产业内部。这种环境限制了资本市场的深度和监督能力。

现在法国正追随着全球化和自由化的趋势。政府通过私有化放松了国家对各产业的控制，修订版规则使法国模式更近似于市场模式。此外，小股东的数量迅速增加，紧跟英国之后，法国仿照美国模式进行了广泛的技术管理改革。而且，法国公司董事会开始建立审计赔偿委员会，小股东承担起越来越重要的任务，大量高质量的优势信息增加了经济的透明度。

与法国相似，日本也远离了终身雇用制和横向协作，逐步向股东市场模式迈进。日本越来越意识到利益最大化策略实际上与公司传统上提供的保护相一致。越来越多的日本工人——尤其是年轻的工人——表示他们不想连续数年为同一个老板工作，更别说和一家公司签订终身协议了。

美国公司治理仍不够完善，我们可以在接下来的几章看到这一点。美国公司治理的基础很健全，但是在研究其他国家公司治理的相关情况——特别当投资人进行海外投资并展开全球竞争后，我们就可以了解到美国公司治理不完善的原因。

兼并与收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

沃达丰与曼内斯曼之战借助了始于1999年初期严重恶意收购的美国式欧洲并购活动之势。在法国，巴黎国民银行发动了380亿美元的恶意收购，在其两个主要的银行业竞争对手——兴业银行和巴黎银行宣布兼并后，意图接手二者。在意大利，Olivetti公司用600亿美元恶意收购其主要竞争对手——意大利电信集团。后者设计了一系列包括与德国电信建立白骑士联盟等重大防御战术来抵制收购。

在另一场跨国战中，法国的奢侈品巨头路易威登发动了一场激烈的持久战，旨在收购古奇——一家奋力抵制收购的在荷兰注册成立的意大利公司。1999年中期，道达尔菲纳恶意收购埃尔夫阿奎坦公司，这一行动撼动了法国工业和政府机构。以上交易——无论是其进攻模式还是其防御模式——都让人联想起规模在欧洲前所未有的美国式的并购活动。

在欧洲和日本，许多友好的全球联盟都参与推动市场模式的蔓延。在戴姆勒和克莱斯勒合并的引领之下，汽车产业通过曾被认为难以实现的跨国交易，在世界范围内实现了合并。汽车产业生产能力上升到年7 000万辆，然而汽车的年平均需求量最高仅为500万辆，这样，世界40家汽车制造商中只有约10家盈利。以下为部分汽车公司的结局：福特并购了马自达，大众并购了英国的劳斯莱斯，雷诺收购了三星（韩国）和日产三分之一的股份，戴姆勒-克莱斯勒收购了三菱三分之一的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

许多其他的产业也面临相似的全球并购。在出版业，德国的贝塔斯曼公司和其他一些欧洲和美国公司一样，追求着收购和联合风险投资热潮；在服装业，在成功地抵制了路易威登的收购之后，古奇接管了法国的圣罗兰；在金融业，德意志银行收购了知名投资银行银行家信托公司；英国石油公司并购了阿莫科（石油）公司；纳贝斯克和一家美国收购公司试图购买英国联合饼干公司，结果在由法、德、英构成的财团的包抄下，铩羽而归。上述这些及其他众多欧盟并购案在公司范畴内实现了行动和预期的高度统一。

兼并和收购是可以给股东价值带来巨大打击的少数方式之一。随着全球化的日益深入，交易的机会也越来越多。并非所有的交易都是我们需要的。密切关注这一领域的经济活动对于投资人来说极其重要，这一点在本章的后半部分还会重申。

资本市场

欧洲股票市场总市值超出纳斯达克、超过纽约证券交易所1/2的股票市值（考虑到市场因素，股票总市值可在短期内剧烈变动，而自2000年年初起，三个市场总市值分别为7万亿美元、4万亿美元和11万亿美元）。1998年7月，法兰克福和伦敦证券交易所宣布了整合设施计划，允许在交易所交易彼此的上市证券。法国不满自己被排斥在外，很快加入了法兰克福-伦敦联盟（尽管较法兰克福和伦敦各40%的份额，法国只占20%）。在法国宣布并入泛欧证券交易所后不久，米兰、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

马德里、阿姆斯特丹和布鲁塞尔的证券交易所官员不约而同地表达了加入这项事业的渴望。

尽管欧洲联盟不会答应建立一个共享的交易系统，但它迅速同意了在不同交易所之间进行股票交易。当协商者还在努力争取时，一度受到冷落的法国交易所抓住时机与来自阿姆斯特丹和布鲁塞尔的交易伙伴签订协议建立了欧洲证券交易所。这个三方联合的交易所夸口说，拥有的股票总市值等于全欧洲总市值的1/4还要多。

由于欧洲证券交易所的建立，法兰克福和伦敦证券交易所同意进行并购。两者合并形成了iX，意为国际交易所（International Exchanges)，有望整合这两个欧洲国家重要的城市的蓝筹股和科技股。iX自夸说拥有相当于全欧洲总市值1/2的股票。这一交易因为斯德哥尔摩（瑞典）证券交易所的高管OM Gruppen意图恶意收购伦敦证券交易所而中断。尽管暂时尘埃落定，然而欧洲资本市场一体化的进程却从未停止。

美国全国证券商协会(NASD)建立了自己的纳斯达克欧洲证券市场，这是一个与欧洲各兼并的交易所有着千丝万缕的联系的市场。为了建立一个24小时营业的全球股票交易市场，美国全国证券商协会曾和日本软银集团合力创建了与大阪证券交易所相联系的日本纳斯达克证券市场。纳斯达克欧洲证券市场的建立标志着朝这一目标迈进了一大步。这样的结果会进一步促成证券市场的兼并，并因此而影响着金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

融、会计准则、信息披露、收购、公司治理直至投资人的期待和经理人相应的措施。

在证券上市和交易中，随处可嗅到兼并的气息。多年来，国外公司一直在推动着全球股票上市，其中最著名的成功案例是1993年戴姆勒-奔驰在纽约证券交易所上市。人们不断地努力，成功的案例也越来越多。在废除《格拉斯-斯蒂格尔法案》之后，瑞士联合银行向证券交易委员会提出上市要求，主要目的是用美国上市的股票支付美国金融服务公司的收购。数月后，瑞士联合银行收购佩因·韦伯证券和基金管理公司。

在法兰克福证交所上市10年之后，25岁的德国思爱普软件公司于1998年8月初在纽约证券交易所上市。思爱普因制造“美式增长”和“美式回报”而闻名。思爱普公司管理人员认为思爱普在纽约交易所的上市表明思爱普已经逾越了法兰克福证交所并发展成一个包含多种管理模式的跨国公司。

国际证券交易集团化的迹象还包括建立可以进行期权交易的国际证券交易所(ISE)。在线经纪人公司E*Trade和一组经纪自营商在Adiron-dack Trading Partners的带领下，投资近8 000万美元建立了这个全电子化交易的期权交易所。创始人极力吹嘘自己能够在削减交易成本的同时进行数额惊人的超越地域界限的电子化交易的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资人不应该忽视资本市场的特点。他们需关注交易如何进行、由谁来进行、交易成本多少、何时会影响价格波动和市场效率。同样重要的是，交易规则决定了会计处理，放宽对上市公司的限制能够削减财务报告的真实性。

最后的前沿：信息

跨国交易有着实际的障碍，如获取对方信息的类型和数量。在诸如美国和英国这样的坚持市场体制的国家，可获得大量的当地的目标信息。这些国家往往会运行不动产和知识产权体系。发展良好的证券及兼并收购业强化了信息文化。兼并收购中的买卖双方都清楚需要依靠信息进行正确的评估以及凭借合同来保密的必要性。通常在探索论证的初期，卖方就会执行保密协议并在关于兼并的讨论开展之前提供给买方大量的专有数据。

欧洲和亚洲国家的文化与美国/英国市场模式的文化截然不同。可得到的资产记录很有限，相关信息也被小心地保护起来。卖方不愿意与可能因为个人喜好拒绝交易的潜在买方分享信息。在美国和英国保护买方的保密协议在这里并不起作用。这样做不无道理，因为执行保密协议的法律体系并不发达，卖方会对买方是否能严格地保密产生怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在沃达丰—曼内斯曼之战中，文化差异变得异常明显。曼内斯曼公司在英国法院起诉沃达丰公司的顾问戈德曼·萨克斯，试图阻止戈德曼继续做沃达丰公司的顾问，其理由是戈德曼之前曾在曼内斯曼公司工作，知晓曼内斯曼公司的保密信息。英国法院在短暂的听审之后，认为曼内斯曼公司的要求很可笑，并因此驳回了诉讼。

实质上，不同的模式对相关信息的理解也不尽相同。在市场模式中，特别是在美国，披露潜在的环境债务和退休人员债务的行为由来已久。其他国家最近刚刚开始环境监管，它们在传统上更多依赖于公共社会保障制度，有关个人的计划并不在重要的位置（即使在此类负债很多的德国）。对于投资人来说，美国公司比欧洲和日本的公司会披露更多的信息。美国联邦和州法律同股票交易规则、市场压力一起导致了美国公司会大量提供各种信息。相较美国，其他国家提供的信息就少得多，有效性也差得多。

随着越来越多的如戴姆勒克莱斯勒和思爱普等形形色色的公司在美国和世界证交所上市，它们会发现在提供信息方面须符合美式要求。在完善跨国交易的过程中，信息的提供及评价变得不可避免，由此建立统一信息披露标准的需要变得愈发迫切。事实上，人们发现美国/英国式的信息披露与大多数国家特别是德国的传统一致。因此，很有必要将信息披露包含在国际公司法中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公共监管机构为此做出努力。美国证券交易委员会与国际证券事务监察委员会组织(IOSCO)合作开发非财务信息披露的国际标准。该标准的目的是使跨国公司在统一的信息披露标准下融资和上市。国际证券事务监察委员会组织发布了关于特定的现金交易、普通股股票上市的新规则，使其适用于要约收购、股权交换、公司合并、私有化和其他的相关交易。

在现代全球市场，高质量的信息对于智慧型的投资是很必要的。由于更多的国家发展了信息化企业和投资文化，更多的人了解了其规则，人们越来越难以忽视网络上的垃圾谣言。

互谅互让

改革的浪潮引起了员工的积极响应。在20世纪后半叶，公司价值在股东和员工间的重新分配缓慢却大大改变了美国社会股东至上的思想。在过去，员工仅仅会对收入和辞职感兴趣。今天，没有人只关心收入，员工越来越关注企业的方方面面。

员工向雇主提出索偿，包括假期和病假工资、陪产假或产假、安全和反歧视权、保健计划、遣散索赔、退休福利和退休金。所有这些索款要求股东从昔日的所有中划拨出大量的资金。最重要而且有些违背常理的是，与日本相反，这些公司的员工成为了股东，同时将更忠诚地为同一位雇主工作更长的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国的监管机构更大胆地吸取了国外的经验。例如，它消除了投资银行和商业银行的界限。1996年12月，美国联邦储备委员会增加了投资银行业务收入，商业银行可从投资银行的子公司赚取10%~25%的收益。管理上的变革带来了所谓的《20条款》（Section 20 subs），掀起了商业银行和投资银行合并的浪潮，结束了金融分业经营的历史。1999年11月《格拉斯—斯蒂格尔法案》的废止加强了金融业的融合。所谓的《20条款》带来了监管的变革，引发并推动了商业银行和投资银行的合并，改变了所有权分离的历史进程。美国的诉讼制度并不令人艳羡，其支持大量的股东集体诉讼和衍生诉讼。相比之下，许多法律体系严格限制此类诉讼。尽管美国可能不会大量减少此类诉讼，而可以确定的是立法者希望遏制滥用诉讼的决心。例如，1995年的《私人证券诉讼改革法案》大幅修订了证券法，区分了滋扰被告诉讼和立功索赔。

这一分析从利益相关者和财务特征角度预报了公司管理模式的融合。这些管理模式不主张股东利益导向，新型的模式也不需要股东利益导向，各方力量全力推进公司的融合。事实上，美国公司的合并并没有为了股东的利益而增加经理人的权利，更确切地说，经理人的权利反而被削弱了。

巴菲特告诉我们，他在投资中得到的最有价值的教训就是意识到业主经理人的重要性。这个永恒的经验的价值在全球化的世界里越来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

越重要。当然，巴菲特强调，尽管管理质量可以极大地影响权益回报率，但是却永远无法取代有竞争优势的良好企业。他说：“优异的管理记录（从投资报酬率的角度来衡量）取决于你划的是一条怎样的船，这更胜于你怎样去划（虽然不管一家公司好或坏，努力和才能也很重要）。”后面几章将会关注成功的经理人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第12章　规则和信任

投资人会将财产委托给他人。在这种情况下，投资人是否高度信任受托人的能力和诚信度？当然，这是一个简单的常识，但是如何评估受托人的能力和诚信度则有些棘手。

格雷厄姆使用的是我们在第2章谈到的定量分析的方法。年复一年，如果数据看上去不错，并且有持续下去的趋势的话，就可以表明管理层是有能力的。

包括早期的沃伦·巴菲特在内的许多其他投资人都因为对管理层诚信度的关注不够而接受了沉痛的教训。诚然，如果一个公司的统计数据看上去又好又准确，那么，该公司的经理人可能极富才能，值得信赖。如果数据看似不错，其实不然，则无法信任该经理人。正如巴菲特曾提醒我们“就长期而言，若管理层过度注重会计数字而忽略经济实质的话，通常两者都顾不好”。

因此，在投资选择中，诚信是另一个独立因素。是否存在能够衡量管理层诚信度的合理方法？巴菲特认为关键是同你“喜爱、信赖、尊崇”的人做生意。巴菲特测试投资是否达到标准的办法是看受托人是否是“你放心把女儿嫁给他的人”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“女婿”标准是否真的适用于选择受托人呢？虽然这个标准似乎教导我们不要选择一个与我们志趣不相投，甚至不愿与之共赴超级杯盛宴的经理人，但是其实这一标准的意义远比听起来的要深远得多。

家族企业管理

一切商业交易都依赖于信任。签订合约有助于规定和保护权利，但是在实施阶段人们就会期待对方能够恪守诺言。人们还可以通过合约权衡未来风险，以此减少经营和投资费用，但这也仅限于对方能够履行承诺的情况下。

生意上的信赖深深根植于同源关系，所以上文提到的“女婿标准”测试并不奇怪。“女婿标准”的经理人测试与企业的渊源在商业发展史上由来已久。大多数企业都是以家族企业开始，然后把亲属加入管理层中去（常包括女婿，例如百威公司、华盛顿邮报公司、米德公司），历经数十年或数代，才发展得颇具规模。在很多情况下，家庭成员会在企业的发展壮大中放弃管理权，而企业最终会发展成为一个大规模的现代公司，正如布朗福曼集团、杜邦公司、礼来公司、麦格劳希尔、诺顿百货以及无数其他公司经历的那样。

过去的家族企业发展到现代，父亲、祖父抑或是女儿已不再是公司的管理人了，取而代之的是一群专业的经理人、权力的分散、制度化的组织结构以及无数的权威报告。结果就是公司的所有权和控制权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分离开来——股东监督经理人经营公司。在现代公司中的信托应与和家族企业相关的规范和价值观相一致。

投资人不可能坐下来结识大多数大公司的高级主管，但这些高级主管每年都会写给股东一封公开信，也会定期发表一些演说，从中我们可以找到大量的线索，以确定该公司的诚信度。经理人的言谈通常显示出他的性格（详见第14章）。

我们究竟可以委托经理人做什么事情呢？让我们来找找答案。人们常常会谈到其经纪人、会计师或律师，但他们很少提及经理人。然而，公司的经理人为你的资产做的和这些助手一样多，甚至要多得多。

你的经理人应该做点什么呢？他会像股东一样，为了你的利益经营公司，保证你的利益不受公司其他相关人的利益——常常是与你有冲突的利益的影响。人们常会忽视重要的一点：投资人和经理人的看法往往存在分歧。当有分歧的时候，投资人的利益可能受到危害。

经理人会以权益资本或股票的形式进行投资，为公司筹集资金。经理人将投资人看做是公司中的合作伙伴或者只是公司的顾客。

人们认为作为公司顾客的投资人的品味和喜好会在经理人卖给他们的股票和证券的价格中体现出来。大多数投资人在公司如何经营或谁来做经理人方面很少或没有发言权（除了每年选举董事外）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经理人的利益从属于公司整体利益。举个例子，在这类公司中，经理人常会考虑宣布红利或组织收购交易给整个公司而并非股东个人带来的税收影响。

相比之下，投资人的意见对于业主经理人来说很重要。经理人将投资人视为生意上的伙伴、公司的一员，而不是陌生人。选举董事是一种正式的表达投资人意见的方式，而经理人也会在其他方面充分考虑到投资人的利益。比如，经理人会考虑有关红利和交易等公司决定给投资人，而不是或至少不完全是给公司的税收影响。家族企业或其他小型私有企业的经理人很容易采纳这种所有人利益导向的思想。大型公众公司的经理人则不然。聪明的投资人会将资产委托给那些不论公司有多大、股东有多少都能采纳投资人意见的经理人。

局部治理

全球公司治理的现实表明，董事和经理人经营公司是为了公司的众多利益相关者的利益，而不仅仅是为了股东的利益。法律允许经理人秉承股东至上或公司利益相关者利益至上的理念经营公司。企业分析的一部分就是评价公司治理股东利益导向的程度。

许多信息可以帮助我们鉴别公司的方向，也许在美国我们可以获得更丰富的信息，但是我们可以看到信息共享的趋势正在世界范围内蔓延。在美国，公司会将大量的信息公开给股东和其他利益相关者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看。许多公司则更周到地在其网站上公布大量的信息。此外，你还可以从由著名的行业分析师，如标准普尔、邓白氏、罗伯特·莫里斯协会，还有诸如美国联邦贸易委员会等政府机构编撰的出版物中获取丰富的、高质量的信息。

我们可以从这些资料中筛选，看看哪位经理人可以更好地胜任股东资金管理者的角色。然后确定最佳的经理人——那些能够以高度的责任感和主人翁意识为公司做决定的人，能够将股东当成战略伙伴而非陌生人的人，你愿意与之共赴超级杯盛宴的人。

然而，有时即使是业主经理人都会与股东有着利益冲突。你要想办法找到那些惯于化解利益冲突、能够妥善管理股东资金并充分展示亚里士多德的伦理美德的人，与之投资。从公司的管理中找出股东利益导向的踪迹，不比从公司的财务报表中推断其财务或管理绩效甚至是一个公司的价值观容易。不过，却完全值得努力一试。

困难与可能性共存的原因是法律对公司治理的规定甚少。联邦证券法规定了广泛的信息披露义务，但优秀的公司大多无须法律规定就会自觉地参与到生机勃勃的市场经济中去。州法律规定了董事和经理人的责任，但是这些责任多泛泛而言。法律规定了一些规则和限制，不过这些规则和限制或者太正式因而衍生出不同的解读，或者空洞而无意义需要公司的制度章程重新规定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们不需要这样的公司治理。许多支持者坚持改革，坚持股东利益导向，即统一管理层和股东的利益或加强董事会对经营者业绩的监督。然而，如果公司需要靠这些机制来创造出股东利益导向的局面，那么相关的评价也会大打折扣。

多数的公司治理改革不能够解决管理上的问题，有些还会让问题更加恶化。不过，机构投资者还有其他的股东支持者制定了各种公司治理政策，其中大部分是用来加强所有人地位的。潮流可以影响金融，也可以搅乱公司治理。

在过去的几十年里，最流行的管理理念也许就是独立的董事会。美国全国董事协会(NACD)和许多机构投资者，包括加州公务员退休基金以及美国教师退休基金会，竭力建议大部分的董事会成员由独立董事——那些不在公司内部任职，并与公司或公司管理者没有重要的业务联系的董事——组成。他们认为这样做有助于对管理层的监督。几乎所有的大公司都采取了这样的方法，在《财富》1 000强的公司中，90%的公司都有大部分的独立董事席位。

不过，选择这样做的根源是直觉，而不是分析。经理人需要约束、董事监督会起到积极作用——人们似乎从未对此怀疑过。就此命题做出的相关研究表明，独立董事非但不会增加经济绩效，相反，在两者间还存在着负相关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这并不是说不需要设置独立董事（例如，巴菲特认为大多数的董事应该是独立董事）。需解决的常识性问题有：这些独立董事是什么人？他们给董事会增添了什么价值？熟谙外交策略和徇私舞弊的独立董事远比不上积累了丰富的行业和管理经验的财务总监。

选择董事的关键是其商业头脑、对于工作的兴趣以及股东利益导向的理念。要避免选择名人董事，也不要把让董事会变得多样化等一些不重要的事情作为选择董事的依据。另一个流行的做法就是将公司CEO与董事长的职权分开。这与独立董事的原理相同，用以抑制监督CEO的权力。在《财富》1 000强公司中，仅有5%的公司采用了这种方法。

从经验上看，大量的证据表明，职权分散的公司的运营并不比其他公司好。另外，很难说职权分离真正可以给公司治理带来积极的影响，因为对CEO进行监督是出于对其不信任。一个CEO不被信任的公司——也许这只是一个管理上的策略——会给人缺少诚信、不成熟的印象，警示投资人远离这样的公司。毕竟只有傻瓜才会认为信任是可以收买、构建的。

不过，此次改革的一个方面是有意义的，许多公司为像CEO、股东这样起到关键作用的人提供了非执行董事会主席的席位，并做股东评价。毕竟，让CEO评价自己或评价董事会会有自欺的危险。独立的评分人会更客观地评价其表现，合理解释公司的管理信用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一些委员会，特别是审计委员会常会要求董事的独立性。审计委员会独立性与美国审计实务的结构相一致，要求审计公司独立于公司和管理层。薪酬委员会的独立性反映了对公司主要职能，如对CEO及对董事会表现评价的行政监督。

然而，在其他一些委员会，如提名委员会、风纪委员会和管理委员会中，对独立性的争论也正进行得如火如荼。如果一个公司实现了各委员会的独立性，那么问题也会应运而生。公司设有各种独立董事委员会的事实并不会保证没有合谋和欺骗产生。

通常建议对CEO和其他董事采取阶段性审查及正式审查。这样做看起来确实很合理，值得表扬。不过在审查时，应避免CEO在场——人们很难，也很少这样做。人们常会在对CEO的审查中定期增加董事的阶段性评价（当然是在CEO回避的情况下），这也是巴菲特极力支持的一个举措。这样做难免有不信任CEO之嫌，但在公正地审查CEO的判断力上又不失为一条良策。

关于完善董事会程序的官样文章层出不穷，许多都是无稽之谈或只是流于形式。董事对于关于快速、高质量的信息传递，公司的治理原则以及充分有效地参与程序的要求晦涩不清。上述内容应该包括在管理得当的公司的正常运营过程中。而即使已经包括在内，也无须赞扬，因为裁判员本应该熟知棒球规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其他一些常见的奇怪的建议源自于同样愚蠢的美国政治。董事有任期限制？为什么一个好的董事仅仅因为已达到一定的工作年限，就不能再继续其工作？还有年龄限制？近40%的《财富》1 000强公司采用年龄限制以响应如加州公务员退休基金等管理机构的号召。

但是拒绝65岁或70岁以上的人留任的公司也将一些人才排斥在外。你可能赞同先锋公司董事长杰克·伯格在70岁的法定退休年龄卸任，但是没有了杰克和其他一些正直精明的长者，先锋公司的境况真的更好了吗？迪士尼的18个董事中有5人超过了70岁，可这又怎么样呢？因为这些眼光犀利的商界领袖一直孜孜以求地推进迪士尼股东的利益。

为董事会增加性别和种族的多样性是另一个错误的源自美国政治的公司治理方法。多样性本身并不是一个值得赞扬的商业目标，企业的领导人也不应因此受到表扬。这与故意创建和保持多元化的组合投资一样不恰当、不明智、不靠谱。也许这样做的效果很好，但是即使这样，也仅是重实质轻形式的谨慎安排的结果，而非原因。不管怎样，通用电气公司的董事包含两位女士和一位黑人这个事实并不重要；重要的是，这几个人还有通用电气其他的董事均是杰出的、有着很强的股东利益导向的商界思想家。

所有这些建议普遍存在着问题。对于通用汽车有益的对通用电气未必有用，对两者都有益的未必对宝洁公司、eBay、箭牌或好时公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有帮助。每一家公司的情况要求有自己的治理结构。只有当管理措施具有可辩驳的论证对话逻辑时，才真正值得称赞，比如，在CEO回避的情况下，董事对CEO的表现做出评价及保证审查委员会的独立性。除此之外，这些一般原则毫无用处。过分强调它们必然会有误导性。你可以将你需要的关于管理的花招用于董事会中，但是如果公司的CEO或其他高层缺乏诚信的话，这些花招肯定不会起任何作用。

综合治理

尽管公司治理不存在万全之策，但是在个别之处存在着一些普遍规则。要点是充满活力的董事能提升公司的绩效。这是一个实证研究已证实了的简单的常识。

所有的治理结构中的关键问题是董事会的规模。你自然需要最少的董事做出能够反映任何有影响力群体特点的最深思熟虑的决定。董事人数最好在6人以下，超出这个数字的话，则人数越多，公司越不易管理。毫无疑问，精简的治理结构可以让想法和活力发展得更快，就像我们从沃尔玛与西尔斯、通用电气与西屋电气的角逐中所看到的一样。人数不多的董事会带来了更精简的管理团队。

另一个类似的问题是个别董事所能供职的董事会数量。某特定董事任职的公司越多，他在各公司可能尽到的义务就越少。董事在两家董事会供职的经历会给这两家公司都带来价值。例如，美国前参议员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

山姆·纳恩供职于6家上市公司（包括通用电气、可口可乐和德士古），他从中积累的经验有助于实现所供职公司的利益需要。如果一位董事同时服务于12家公司的话，他又能给公司带来多大的利益呢？弗农·乔丹就是这样的一个例子并饱受公众批评。很少有人可以在供职这么多公司的情况下，仍然值得公司信赖，并能为之做出突出的贡献。

所有公司需担心的最后一个问题是接下来由谁来坐头把交椅。公司不需做出正式的CEO候补人员计划，但是董事会有必要好好考虑一下这个问题。问题是即使是最周到的计划也可能出差错，有时最意外惊人的接任可能会带来不可思议的成效。董事会就职位的交替进行过仔细的思考，选择继任者需要判断力（具体内容见下一章）。

公司治理的细节为人们辨识公司管理上的可靠性提供了线索。我们要小心董事会成员多为CEO的私人朋友并缺乏坚实的业务背景的公司。如果一家公司不能够经常审查高层管理者的业绩，那么这样的公司也不值得信赖。以公司的慈善捐赠为例。如果公司大部分的慈善捐款都用于CEO的个人喜好，也许你就会怀疑是否他把公司当成私有品，而不是属于大家的公司。在美国的大公司中，与众不同的是伯克希尔·哈撒韦公司，它拒绝管理慈善捐赠，而是把管理权直接交到股东的手中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果这些要素指向较高诚信度的话，你可以降低折现率；如果中等的话，提高折现率（如显示出与股东利益导向相反的话，离这家公司越远越好）。

在对公司治理的关注中，网络公司的管理问题也浮现出来。有人认为传统的公司治理模式不适合新经济状况下的公司。很难理解究竟为什么不适合，也许是产业变革的速度、竞争强度、技术娴熟经理人的缺乏以及股票自由买卖的特权意味着新的经济体制无法忍受旧的规则和方法。

这样的理由是愚蠢的。表面上，它们并未涉及在管理新旧经济形式的公司问题上的差异。变革、竞争、精明的管理以及激励性薪酬在所有的企业中都很重要。将不同类型的公司与其各自的规模相联系更能说明问题。比起更大的公司，小公司不是很需要也很难保证正规管理。而与网络公司管理相关的争论也仅限于网络公司的规模普遍小于非网络公司规模的情况，而现实生活中网络公司规模大小不定，所以并无最终定论。

对于任何公司来说——无论是新经济下的，还是旧经济下的，抑或是未来经济下的，不一而足——都存在同一个关键问题，就是什么才算是良好的管理。公司情况不同（包括公司潜在的类别），答案也不同。不过，正如万全的管理模式不适于非网络公司一样，其同样不适合网络公司的经营。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了对新经济公司新管理规则的拥护者显示公平，他们不得不持一种奇怪的想法（网络公司存在着共性与特性），因为公司的管理者将旧经济公司进行统一管理，以至于盛行的管理实践不适于许多网络公司（同理，网络公司的管理方法也不适于许多旧经济公司）。

因而，讨论管理原则是否应该不同只是在浪费时间。公司的管理原则当然不同，但这并不是因为网络公司有什么特别之处，而是因为每一个企业组织结构都是不同的。

会议上的发言权

说服董事听取股东意见是理想的公司治理方法，但是法律和实际的限制使这一简单的方法无法实现。冷漠和集体行动问题限制了股东的发言权，但这只是这一问题的部分原因。

大多数的州法律授权公司建立能够在年会或者是在特别会议上指导股东提案的程序。美国证券交易委员会增加了附加的规章。实践中，管理层一般更喜欢使之能够将股东的提案从代理须知中删掉的规定。使用“股东提案规则”可导致许多大公司的重大政策变化。如从20世纪30年代开始，这一规则就用来增加股东在积累投票和会后报告的传达等方面的权利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实际上，每一个人都可以达到能够迫使公司把股东提案加入年度代理声明中去的资格要求。根据法律，一年中拥有该公司股票1%或者1000美元的市场价值就足够了，提案的成本费用由公司承担。

股东提案通常继非股东的利益相关者之后，由名义股东提出，其目的是为了利用股东提案规则实现社会变化（这种功用在20世纪70年代随着导致通用汽车董事会整合的著名的通用汽车运动而突然变得多了起来）。社会政策拥护者利用它促进一些活动，诸如关于公司行为的环境影响的报告要求、种族和性别歧视以及人权问题。有时这些活动与股东的利益相关，有时则不然。

在过去的几十年间，股东和公司其他利益相关者无数次地使用了这种方法。尽管大部分表决都没有得到多数票，但是越来越多的提案取得了胜利。大家都知道名义股东可以给出提案，管理者可以采纳赢得多数股东支持的温和一些的提案。而管理者常常选择不去实施这种提案。毕竟，如果管理者真的相信的话，他们根本不需等待其他人提案或投票就会实施。

比股东提案规则更重要的是公司收购的可能性。公司收购可以通过代理投票权竞争或者要约收购实现。在作为更传统的公司收购方式的代理投票权竞争中，一个股东和一些股东呼吁其他股东通过选举新董事的方式改变公司的控制权。他们在给所有股东的委托书中陈述他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们的理由，现任董事在其自己的委托书中陈述理由。然后股东投票，其意见会被采纳。

在20世纪60年代末70年代初，格雷厄姆叹息于股东以此方式改变不善经营所面对的困难（格雷厄姆对这些困难有着切肤之痛，因为在其职业生涯的早期，曾经为争夺公司的控制权而发动了一场代理权争夺）。但是在那时候，代理投票权争夺很容易挑起，也比现在更有效，标志着盛行于20世纪80年代的公司治理运动的开端。对于60年代末70年代初代理投票权争夺的涌现，格雷厄姆说："看到公司的高层管理如此令人满意，董事们履行基本义务的情绪也空前高涨。"

20世纪80年代给美国公司带来了更复杂的、资金也更充足的反收购策略——主要是投标报价，股东以此方式离开管理不善、经营业绩不佳的公司。这样的结果是创造出公司控制市场——一种赋予股东的发言权真正意义的方法。因此，格雷厄姆在公司治理运动刚刚拉开帷幕时的恳求如今极具价值："请股东以豁达的心胸和加倍的小心看待其他股东发来的欲改变显然令人不甚满意的公司治理局面的代理材料。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第13章　工作中的董事

在美国公司，越来越多的人感叹董事工作负担过重。他们一味地被要求做太多的事、全力满足各种有冲突利益群体的需要，等等。要想改变这种局面，这里有一个简单有效的解决办法。董事可以简短地列出五件事，然后出色地完成它们。董事会需要做的主要工作如下：

选出有影响力的CEO；

设定高管薪酬；

评估接班人；

进行资本配置；

提高财务报告的真实性。

这些工作上的出色表现最终并不取决于公司的管理机制，而是取决于董事的诚信度。投资人应该关注董事的业绩情况，并以此判断该公司是以股东利益为导向，还是以经理人利益为导向。如果公司经营不善，而管理者的收入却很高的话，则该公司以管理者利益为导向。在以利益相关者利益为导向的公司中，已投资本的回报低、工厂收益不高、始终面对劳动压力。所有人利益导向可以从良好的绩效、合理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的管理者收入，以及对于生产工作中生产效率高的工人的培养中反映出来。

仔细想一想，作为以管理层利益为导向的案例，第11章中美国金属产品公司反对联信公司的收购究竟服务了谁的利益？美国金属产品公司的股东拒绝收购，显然他们认为自己的利益被危及，美国金属产品公司计划通过裁掉9%的员工即4 200个岗位、关掉10家分公司的方式增加公司的收益率。美国金属产品公司从公司利益角度考虑，与一友好合作伙伴缔结了协议，但是其CEO和管理层无疑向董事会施压，令董事会抛开了大家一致认为有利于股东的方案，选择了看起来似乎并不利于员工的方案。

判断公司利益导向的最好的方法是调查公司董事处理主要工作的方式。关注这些工作，看看哪些董事做得最好。

向CEO致敬

CEO在管理层定下了基调。在投资人对CEO做出评价、决定是否把资产投资于该公司时，应该重点关注CEO的既往表现，如对报酬、收购和资金分配等方面的管理情况。应该尤其注意选择一个具有独特价值创造能力的CEO。沃伦·巴菲特特别提到衡量CEO能力的标准并不全面，也很难把握，因此和评价员工相比，对CEO的评价要难得多。在理论上，除了公司的董事会以外，CEO别无上级。因为缺少计量标准，同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时在往来会议中，CEO和董事的关系越来越融洽，不再是监督与被监督的关系，董事会很难公正地实施绩效考核。

关键是要保持监督的态度。董事可以很容易地辞掉表现异常不好的经理人，但却很难处理一位表现平庸者。征募顶尖人才、列出继任者名单是董事会的重要职能。这一职能的重要性常常被忽视，在前任CEO离任后，董事会常会让公司的二把手接任（2/3的公司会这样）。这意味着许多董事会无法评估变化了的组织需要和公司一二把手个人才能的差异。

有时，董事会会放弃选择CEO的责任，允许现任CEO亲自挑选接班人。然而，在选举继任者上，即使是最出色的CEO也比不上董事会。结果是新CEO常常任期未满就不得不匆匆卸任。

董事仍然要避开CEO，定期评价其业绩，评价CEO的业绩比看起来要难得多。既要评定短期的成效，又要评定潜在的长期成效。如果只考虑短期成效的话，许多管理决策的制定就要简单得多，特别是关于那些产业竞争力不强的公司的管理决策。

再一次回顾艾尔·邓拉普意图挽救经营不善的光线公司的雄心勃勃却注定失败的计划。在其身后的大规模的财务丑闻也显示出其固有的愚昧。一旦证明邓拉普是一名糟糕的经理人，光线公司很容易抛弃他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

薪酬

很多迹象表明，美国公司高管薪酬与公司业绩呈正相关关系。还有迹象表明，公司的业绩还与以股票支付的总的薪酬呈正相关关系。

即使是这样，一些高管的薪酬根据其业绩来看也明显要高得多。因此，投资人应该密切关注高管的薪酬。

薪酬水平

这并不是说要设立一些管理规则，根据公司职工最低收入的一定比例限制高管的薪酬。实际上，Ben＆Jerry’s公司在早期的经营中曾经尝试这种方法，公司创始人和高管的薪酬限为员工最低收入的7倍。但是，随着公司的发展壮大，创始人因为难以支撑如此大规模的公司管理而不得不招募顶尖的人才，这样，所招聘人才的薪酬要远远高于限制薪酬。

如果早期的Ben＆Jerry’s公司的政策显示出判断失误的话，后期需支付的薪酬则更为糟糕。例如，美国网络联盟的CEO（McAfee防病毒程序的所有人）在McAfee网站首次公开招股前从中获取700万美元，即使是在美国网络联盟经营不善，而McAfee也在赔钱的情况下。

克莱斯勒与戴姆勒奔驰兼并的主要问题就是两家公司高管薪酬以及员工最高收入与最低收入的比例都有极大的差异。例如，在1997

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年，克莱斯勒董事会主席罗伯特·伊顿的年薪为1 000万美元，超出员工平均工资的200倍，相当于戴姆勒奔驰公司管理董事会全体10位成员年薪的总和。戴姆勒奔驰董事会主席约尔根·施伦普的薪酬为伊顿的1/10，是戴姆勒奔驰公司普通员工工资的20倍。

因此，兼并中的一个主要问题是合并后公司应该采纳的薪酬结构。施伦普指出，现存的薪酬差异反映了文化差异，特别是德国更主张人人平等的公司文化，这一点可以由其监事会中的劳工代表得以证明。他预测说，使高薪酬为社会所接受的唯一办法是使之与业绩密切相连；另外，美国模式应该更为适合戴姆勒奔驰公司以及其他的跨国公司。

施伦普的表述反映了美国公司的论调。鉴于德、美公司之间管理的其他差异要比人们普遍认为的小得多，你必须要考虑一下这是否是施伦普在提到戴姆勒奔驰创造了第一家带有北美文化特色的德国公司时要表达的主要问题。当施伦普随后在戴姆勒—克莱斯勒2000年4月的股东会议上提出美国方式的经营者期权时，所有疑虑都消失殆尽，当然，他的做法遭到了德国股东的强烈抵制。

认股权

10年前，公司治理专家敦促董事会更多地以股票而非现金的形式支付给经理人薪酬，以此促进经理人与股东之间利益的一致性。这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

做产生了巨大的反响。

管理者的薪酬越来越多，但并不是以股票的形式而是价值远远超过现金的认股权。报酬型认股权的激增成为公司治理史上最有争议的话题之一。

有人说在美国认股权的广泛使用反映了这一一致性目标在美国的重要性，而欧洲和其他地区不强调或很少强调此目标，因此对期权股票的应用相对不多。无论如何，一致性之说难以实现，它更多的是代表了公司调整与股东利益冲突的管理者薪酬方案的尝试（还有同劳工利益的冲突）。

认股权神话

没有任何证据显示在美国流行的高管薪酬结构反映了经理人与股东之间利益的一致性。相反，大量证据表明美国薪酬结构相当随意。

许多公司给予经理人认股权，其价值的增加只是通过存留收益，而不是通过资金调度得当带来的公司业绩的增加。通过对纯利润的保留及再投资，经理人不必努力提高真正的资本回报就可报告年收益增加。

巴菲特指出：你坐在摇椅上也能轻松达到这样的成绩，好比只要把你存在银行户头里的钱加倍，就可以赚到加倍的利息，没有人会对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这样的成果报以掌声。

到那时候，认股权会攫取公司和股东的财富，并把战利品拨给认股权人。事实上，一旦授予，认股权是无条件、不可改变的，可以无须考虑受让人个人业绩就可为其带来收益。

即使认股权鼓励受让人想股东之所想，但是他们却不会像股东那样承担同样的下跌风险。如果公司经营业绩提高，股票价格上涨超出行权价格的话，受让人则可行使其认购权，与股东一起分享价格的上涨。如果经营业绩不尽如人意，股票价格在行使权价格以下的话，受让人将不行使认购权。股东会因为公司经营业绩不佳遭受损失，但是认购权持有人却不会。

认股权也会加剧公司认股权持有人（通常为高级主管）与其他员工的利益分歧，它极大地增加了高薪主管和普通员工薪酬上的差异，其比例在美国要远高于欧洲和其他地区。因此，当使用认股权的时候，应将其普及到全公司的范围——像通用电气公司那样——而不是仅限于公司的高层管理者。

认股权成本

对于持报酬型认股权的股东来说，直接成本为股权的稀释。一般来说，管理者对此的回应是购回流通股。这样做的麻烦是占用了可能带来更多利润的公司基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

间接成本是未要求在损益表上记下员工认股权的会计准则。它会转化成每股盈利，夸大公司的实际盈利，甚至连稀释的每股收益也无法反映这些成本。

为此，你必须调整盈利数字。然而，这样做并不容易，因为财务报表上的信息并不都是必要的。你需要仔细检查附注中倒挂的情况、行使认购权时的出资比例。目前，这一比例已从几年前的不足10%猛增到近15%。

尽管附注中略有涉及，但是认股权的实际成本仍没有直接呈现出来。真正的成本等于行使认购权时的价格减去高管支付的行使价格。这是最为真实的测量方法，公司常会以当时的实际价格而不是期权价格将期权卖给他人。

高管的认股权价值相当高，平均为标准普尔500股价指数年收益的5%，有时候达到了公司报告盈利的一半，包括雅虎、宝丽来和奔迈。如果认购权价值记录下来的话，一些大公司1999年的收益将大大降低：思科公司，24%；微软12%；IBM，8%；甲骨文公司，16%。这并不夸张但依然令人震惊。越来越多的公司将期限延至10年和15年。

这些成本效应延续数年，取决于认股权的期限。在许多公司，认股权期限可持续5年。

问责制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法律规则对警局高管的薪酬束手无策。美国法院的普遍立场是以废弃的标准评价薪酬，这一标准无碍于公司决定，其对待公司资产的方式就像将一车又一车的现金倒入哈得逊河中一样。在高管薪酬方面，美国法院更偏袒于公司的管理者。

至于证券信息披露法律，美国证券交易委员会要求在比较绩效图表中披露高管薪酬。然而，公司继续构建高管薪酬方案以免出现在损益表底线。例如，在会计准则制定者规定如之前发布的权证的行权价格降低时，则需在损益表记录下来，许多公司因此选择延长认购权期限。

没有有效的法律和会计准则，监管高层薪酬的主要任务就交由公司董事会来完成。董事会成员必须坚持高管的薪酬视个人对公司业绩做出的贡献而定。用公司的收益率来衡量高管的业绩是最终的准绳，因为这样既考虑了股东也考虑了员工的利益。当衡量业绩的时候，公司应该避免考虑资本投资于相关经营带来的盈余和公司的累积盈余。

告诫

在沃伦·巴菲特与我们分享关于薪资酬劳配套措施方面的评价的同时，他很细心地写下如下告诫："一些我极其敬仰的经理人——他们的经营记录要远远好过我的——在固定价格的期权方面，并不赞同我的观点。他们已经建立起有效的公司文化，固定价格的期权成为有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

助于他们的工具。在他们的领导和示范下、在期权的激励之下，这些经理人已经教会公司的同事们想股东之所想。这种风格不多见，若有，我们必须小心地加以护，即使这样的做法会破坏公平性与效率。”

投资人应该寻找能够率先监控认股权报酬的董事会，但是这样的董事会少之又少。

交易

聪明的投资人以及可靠的董事会必须避免随意的薪资酬劳配套措施，还要避免轻率的收购政策和防御战术的不良后果。

攻击性收购

攻击性收购兼并战略要求董事会倍加仔细，因为即使对于最出色的高管来说，其个人利益也很有可能与股东利益冲突。CEO在收购中可以扩展其管辖范围，采取更多举措，收获大量心理利益。以此为驱动的收购是以牺牲股东利益为代价的。

大多数的收购不会增加商业价值。1999年从对全球会计公司毕马威会计师事务所的研究得出结论：“83%的公司兼并（在1996~1998年间，全球兼并花费已逾万亿美元）并不能给股东带来任何收益，甚至更令人震惊的是，一半以上的兼并损害了股东的利益。”在采访了兼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并案涉及的经理人之后，这项研究还发现，只有不足一半的公司在兼并后审查兼并带来的利益增减！

大多数收购都会在收购已经开始、CEO已经投入大量资金的时候才会请董事会加入讨论，由此可见收购存在着管理的问题。在CEO已投入大量资金之后驳回收购案实际上是对将方案呈送给董事会的CEO的否决。当执意收购的CEO听到不好的信息时，管理问题就会变得尤为严重。大量愚蠢的收购会扼杀董事会良好的判断力。

上述问题使之很难形成一个能够缓和董事会压力的管理机制。涉及个人的问题很难解决，就像巴菲特提出的另一个问题一样：“尽管收购会在实践中以失败收场，但在设想阶段却从不会失利——如果CEO对某项收购志在必得的话，其下属和顾问就会为其提供必要的合理化价格方案。”

例如，美泰公司在玩具的设计、生产和销售上全球领先。1999年5月，美泰公司买下个人计算机教育软件制造商乐宁公司。美泰公司使用其股票（当时为每股26美元，比前一年每股40美元的平均交易价已下跌了很多），以38亿美元的收购价买下乐宁。美泰公司主席吉尔·巴拉德在1999年7月宣布，乐宁公司收入和利润的极大增长对美泰公司的整体运营做出积极的贡献，而这就是“此次收购兼并对美泰公司来说有着极为重要的意义的原因之一。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴拉德并没有说明计算机软件制造是如何与美泰公司的传统产品——如芭比娃娃、费雪牌玩具和风火轮——相联系的。但是就在3个月后的1999年10月，美泰公司宣布乐宁公司财务收入下降，其赔本的原因之一是顾客的产品退货高于预期以及坏账的注销。15乐宁并没有如巴拉德预计的那样获得5 000万美元的收益，相反损失了1亿美元，美泰的股票跌到每股11美元。许多事后诸葛亮的分析师汇报说，乐宁公司的这些问题早就存在，美泰公司应该在收购之前就发现，并重新考虑收购的问题。

这些分析师认为美泰公司符合对收购失败的公司的所有描述。如果主营业务销售下降，公司却对产品、营销和配送的改进无能为力的话，一个冲动的做法就是通过收购兼并的公司带来业务的增长。美泰公司的销售额在收购乐宁公司之前就已经下降，鉴于此，乐宁公司的销售额也有了下降（美泰董事会在2000年年初辞掉了巴拉德，给了她一笔高昂的离职金后，由美国卡夫公司CEO罗伯特·埃克特接任）。

比较一下美泰公司的案例和迪士尼公司使用的政策。迪士尼的理念是只以合适的价格收购当前管理层完全了解的相关领域或互补领域的公司。在其最重要的收购中，资本城市/美国广播公司刚好符合要求。迪士尼公司主席迈克尔·艾斯纳曾在1966~1976年间供职于该公司，看着它从名不见经传的小公司成长为在各方面都独占鳌头的大公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在资本城市于1986年买下美国广播公司之后，汤姆·墨菲和丹·博克使其迅速发展，与迪士尼合并的意义更是非比寻常。沃尔特·迪士尼本人也很喜欢美国广播公司。别忘了，美国广播公司在1955年曾经资助过迪士尼乐园，在他开始创建今天我们看到的迪士尼奇妙世界时，将美国广播公司带到了好莱坞。迪士尼互联网从美国广播公司网、美国有线体育电视网和大量其他的网络资源中得到很多发展业务的机会，获益良多。

防御措施

与攻击性收购策略相对的是收购防御。诸如毒丸的反收购计划可以阻止公司收购，防止解除现任董事职务，保护管理方面的决策（有美国金属产品公司反联信公司收购案为证）。如果一些或者是大部分股东认为收购可以服务于公司利益和股东的最佳利益，收购方愿意付超出现行的市场价格或超出公司普通股内在价值的金额的话，反收购策略就会对股东不利。

迪士尼的收购理念也适用于被收购方。在20世纪80年代初有收购者想要购得迪士尼公司，但是罗伊·迪士尼不会让这种情况发生。他保护了迪士尼这个伟大的美式建制，促进了其主要业务的发展。例如，由罗伊负责的迪士尼动画以新的形象示人，制造出大批好评如潮的电影。在此期间，迪士尼采用了最佳的反收购策略，也就是特别业务（关于迪士尼更多的信息详见下一章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不可否认，也存在一些不恰当的、公司和利益相关者不感兴趣的恶意收购。而现任的经理人面对不需要的收购时，自然会抵制购并公司的收购——无论他们的抵制服务于公司的利益与否。毕竟，在大多数的情况下，他们的工作是有风险的。

对美国公司——也许对越来越多的各国公司——来说，收购会给未到期的认股权带来风险。面对这样的可能性，经理人可以使用抵制较低出价的机制来反抗出价过高，因此他们可以使用只用来制止不利于股东的出价的毒丸计划来阻止有益于股东的出价。

在这种情况下，董事会必须意识到CEO和其带领的团队正受到围攻，就像董事会在质疑其推荐的攻击性收购时所遭遇到的那样。

在这两种情况下，经理人会采取一种使得其无法认真思考怎样做才能服务于股东的利益的心态。无论是在收购中还是在反收购中，都没有一种明确的机制确保董事会应对得当，但是如果董事会希望做出有效应对的话，他们至少要在心理上意识到正发生的问题。对于投资人来说，关键是找到具有此种能力的董事。

资金

一个拥有大量闲置现金的公司可以将之用于如下四个方面：进行再投资、从市场上买回公司的股份、将现金以红利的形式发给股东、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如上文所述收购别的公司。除了一些正式的、可操控的限制外，美国法律在包含宣派、分发红利以及决定购回股份与否等选择上给予董事会极大的自由裁量权。公司的章程上很少限制分发红利，但是有时公司的贷款和信贷协议会做出相关规定。

大多数美国公司董事会的策略是发放定期的季度现金股利，其数额保持稳定或稳步上升。而现实是公司的基本业绩并不是一直这样平稳的，因而这种模式与现实相抵。收入几乎总是不定的（即使并不像一般的股票价格那样大起大落）。

红利的数额远远超过其应有值。鉴于红利政策在资金分配决策中的重要性，一些董事会给出的解释其红利政策的常见原因，如表明信心和显示可靠性，奇怪又不真诚。

我们应该信任巴菲特提出的理想的使用更严格的方法制定红利政策的董事会。下面的方法区分了限制性收益和非限制性收益。限制性收益是指为了使公司保持其竞争地位而必须用于再投资的收益。非限制性收益是指那些暂时留存下来，在机会来临的时候，利用它们为股东创造更多的市场价值或在无获利可能的时候被转出的收益。16微软严格遵循了此项政策，没有再发放红利，并从再投资的资金中获取大量的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只有当留存资金创造出至少等值于给予股东的回报的增值收入时，才可证实留存资金的利用是值得的。那些能够以此方式将资金进行再投资的公司不应发放红利，董事会应该忽视这一政策发出的消极信号，比如说缺乏自信和可依赖性（尽管他们应该关注由此产生的带给股东的税收优惠）。

一个公司处理市价低于实值的股票的最聪明的办法是将其买回。显然，如果一只股票的市价为其实值的一半，该公司可以用1美元的现金购买到2美元的价值。你很少能找到比这更好的资金用途。股票回购通常会给予股东少量的税收优惠。普通股的分红同普通所得一样以高达39.6%的比例纳税，而对于持有一年以上的股票回购带来的收入可被视为资本收益，以不足20%的比例纳税。

股票回购并不总像看上去的那样。它减少了公司已发行股票的数量，从而增加了每股盈利。结果常常是投资人误以为回购是表明公司股价被低估的管理信号，从而购买更多的股票，抬高了股票的价格。然而，回购计划通常与通过行使认股权抵消股份的股票发行计划类似。归根结底，股票价格的上涨意味着该股票认股权价值的增加。当回购计划和股票发行计划同时启动时，你应该对管理层的举动做出更清醒的判断。

这种效应很可能使管理者（手中有很多认股权）坚持回购，尽管回购并不是分配公司资本的最佳办法。认股权确实鼓励了通过借钱来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

进行推动每股收益和股权收益的股票回购。这样做带来了重大的风险，因为在危机中，较小的股本基数能将公司进一步推向破产，严重地损害了股东的利益（以及其他利益相关者的利益）。

与股票回购偶尔带来的收益相比，人们更多的是看到拆股所带来的危害。拆股有三个结果，但是没有一个是有益于股东的。它通过推动股票周转增加了交易成本；吸引了目光短浅的、一味从市场出发、过度关注股票市值的股东；作为前两者的结果，导致价格大大偏离了其内在的商业价值。

没有平衡收益，拆股是无稽之谈。然而，大多数公司包括通用电气、微软以及网络零售商亚马逊都选择这样做。伯克希尔·哈撒韦是少数的没有这样做的公司。自从在1997年中期公开上市之后，网络零售商亚马逊从1998年6月至1999年9月三次拆股。通用电气在101年的历史中只拆股9次，但其中有三次发生在20世纪90年代的后6年。

拆股唯一值得赞扬的就是它减少了每股股票的价格，并因此使更多的投资人能够参与其中。如果历史上的美国公司不曾拆股的话，那么一些最好的公司的股票价格将为每股上万美元（就如伯克希尔·哈撒韦公司那样）。这样的价格让许多投资人无法承受。然而，这样的说法并不能说明高频率拆股（股票价格降低几百美元，是所有的投资人都能够负担得起的数额）的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

审核

第10章谈到，要想使会计信息有价值，用户必须对其真实性充满信心。危及到真实性的因素很难应对：企业创新、发展、复杂性，还有不可避免的在财务报告中创造出大量管理自主权的会计准则的形式性。财务报告的真实性通过能够限制自由裁量权的内在的控制体系和外在的审核认证得以提升。然而，要想使这些机制生效，董事会必须确保内在的控制体系和外在的审核起作用。

财务报告内部监控用于确保交易的实施符合管理政策并正确地记载在会计记录中（并确保资产的配置符合管理政策）。内部监控途径有很多，可以是每日记载并定期由他人检查的流水账，可以是用于检查折旧处理的程序，还可以是对风险管理政策的表述和审查。其中一些方法是联邦证券法要求的条件。

在公司内部，董事会和经理人都有权解释、实施和评价企业的内部监控。然而，作为一个常识问题及政策问题，内部监控主要的和最终的责任原则上在于董事会。董事会有相对信息优势，比起经理人能更积极地管制管理机会主义。这种责任需要监督内部监控系统的设计并支持该系统的管理。

要求外部审计人员通过对公司财务报表做年度审计检验内部监控，证实了内部监控对于财务报告真实的重要性。这种审查建立在财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

务报表的全面检查和基本的日常记录以及定期总结的基础之上，其目的是能够客观地证实财务报表的可信度和关联性。

审计是为财务报表增加可信度的监督机制。而要想这种可信度真正有意义，审计人员必须与董事会密切合作，审计人员和董事必须勤奋、独立，保持清醒的头脑。董事会及其审计委员会需面对几项挑战。

首先，由独立的公司进行的审计不可以改变由公司管理层准备财务报表的事实，并应对其负责。审计就是对报表的审查。审计不包括财务报表覆盖时间段内公司的每一笔财务交易，这对任何一位审计人员来说都是不可能的，对审计委员会来说尤其如此。在特定的财务期间，通常为一年，公司会发生大量的财务交易。审查实际上是建立在抽查的基础之上的，它只需检查、核实某段时间内公司发生的成百上千的各种交易中的样本即可。

其次，关于造假的审核，审查人员和审查委员会都不能将之彻底根除。这种情况的主要原因是审计不可能检查审核公司从事的每一项交易或者管理层参与的每一项交易。

再次，根据审计行业专业责任准则要求，审计人员应该独立于公司；根据美国证券交易委员会批注的股票交易规则，审计委员会的成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

员也必须独立于公司。缺乏公正、公平的专业性判断的审计不能促进财务报告的诚实性，充其量只是另一种内部监控系统。

如果审计带有引发过度依赖的独立认证的假象，就会造成危害。此外，由于有效的独立审计包括考察内部监控系统，因此，抽象的、潜在的偏颇审计损害了内部监控系统的诚实性。

审计公司的独立性是一个热门话题。大型的全球审计公司的业务已经超过了传统的审计功能，涵盖了咨询和其他业务。这些公司合并、改组、被其他公司收购，其客户和业务演化为更复杂的、技术上更先进的跨国经营。

美国证券交易委员会建立了独立审计准则委员会(ISB)用以解决审计师独立性问题，17但是解决审计师独立性问题仍为董事会的主要职责，审计委员会的主要职责是确保独立的财务审查。这些主管部门需保持勤奋而警觉的头脑，能够严格评价公司内部监控体系和被报告账户的监测。

审计委员会需要独立的董事，但是根据新的股票交易规则，在会计和审计中，独立性并没有专门技能重要。这是关键的一步（但是这样做还远远不够），它确保——根据传统的证券交易委员会标准——“洞悉各种相关事实和各种情况的理性的投资人相信审计师与审

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

计客户既无共同利益也无利益冲突，审计师在工作范围内能够始终保证客观又公正的判断力。”

只有在这个时候，财务报表才值得做出分析。审计工作要求董事会的监督和领导。能够始终恪尽职责的董事会值得信赖。反之，则应该受到惩罚——他们应该早在外界审计师为其拉响警报前就受到惩罚；在1999年年末，Rite-Aid公司的股东懊恼地发现，其外部审计师宣称无法再相信公司的管理者，因而退出了审计业务约定。

尽管审计师、审计委员会和董事会承担着重要的工作，但是还有一个对于投资人来说至关重要的人——CEO。巴菲特说：

“盈余”这个名词有一个明确的定义，而当盈余数字再加上审计师无保留意见的背书后，天真的投资人可能就会以为它像圆周率一样经过计算，达到小数点后几十位数字般精确。

然而事实上，当公司盈余数字是由骗徒所主导时，盈余可能像油灰一样的脆弱，当然到最后真相一定会大白，但与此同时一大笔财富可能已经换手。确实，许多美国财富传奇就是这种会计数字假象所创造出来的。

比找到出色的董事更重要的是避开“庸医”，因此让我们尽力远离招摇撞骗的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第14章　炉火边的CEO

投资界的传奇人物菲尔·费雪将其投资的方法描述为要求公司管理者进行勤奋的调查。他就经理人的情况大胆地采访了公司的客户、供应商和员工，并与公司管理者进行了直接对话。今天，费雪的方法为创业投资家所推崇，但是大多数的普通投资人因无法约出或拜访上述人士，故对此方法望而却步。

不过，可以合理地使用一些替代方法。你可以旁听多数公司每季度由CEO主持的投资人电话会议（拨入号码可以从公司和多数经纪公司得到）。你也可以参加公司举办的定期的“户外商业展示”，尤其当CEO出席（尽管情况并非总是这样）时，更是值得一去。你还可以参加年度会议，纵观公司高层。如此种种往往可从网络广播获得消息。

你也可以阅读许多由公司或者CEO个人执笔的关于CEO的情况介绍。为了更好地了解CEO的性格和其商业导向，重点应该阅读CEO每年致股东的信。这些信大多为公共关系文件——由人代笔、风格程式化、充满溢美之词。没有人会被这种消息所迷惑，但是在印有许多照片和图表的营销杂志上，常有那么几篇CEO写的信，这些信很值得一读。

大师级经理人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

创业投资家最为看重的经理人的七个基本特征是：诚实、成就、活力、智慧、见地、领导才能和创造力。上述哪一项是最重要的呢？

显然，你不会把资产交付给一个高明的骗子或是值得信赖的傻瓜。超常的智商和巧妙的方法当然重要，但是你选择的CEO无须在这些方面位居世界前10%。

你也许很想走小弗雷德·施韦德的路线，他在其经典著作《客户的游艇在哪里》中曾开玩笑说，比起诚实的笨蛋他更喜欢聪明的罪犯，因为带着法院的书面令状和警察，可以搜查小偷，但是从傻瓜那里唯一能得到的就是毫无用处的道歉。请不要这样做。

巴菲特一再强调CEO的一个基本特征就是正直。这意味着CEO应优先考虑你的利益，应该坚持巴菲特谓之的以公司所有人利益为导向。在CEO的信件中会流露出其所坚持的利益导向。巴菲特在写给伯克希尔·哈撒韦公司股东每年的信中曾经谈到为自己划定的规则：“假设今天的位置对调，我们希望你应该告知我们所有事实，这是我们应该给你的……因为一个对外欺骗别人的CEO最后一定会把自己也给骗了。”在评价一位CEO是否值得信赖时，请使用这一准则。

所有人都知道巴菲特是一位极其成功的投资人，但并不是所有人都知道，他还是一位极其成功的、以公司所有人利益为导向的经理人。在这一点上，巴菲特之于公司管理正如泰德·威廉姆斯之于棒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

球。两人在各自的领域成就斐然，泰德打了近400个安打，巴菲特不断地向伯克希尔·哈撒韦公司清晰坦诚地汇报他的成功与失误（其经验已编译成书《巴菲特致股东的信——股份公司教程》）。

在无与伦比的巴菲特的身后还有许多追随者，对他们来说，阅读CEO信函是一项很有价值也很有意思的投资演习。本章要谈谈三位CEO的信函带给我们的启示——他们显示的不仅仅是诚实这一基本特征，还有不同程度的成就、活力、智慧、见地、领导才能和创造力。

行动

几乎没有哪位CEO给美国公司的影响能够像通用电气的杰克·韦尔奇一样。自从1979年在通用电气任职以来，韦尔奇就重新定义了商业管理的主要方面。在其影响广泛的致通用电气股东的年度信函中，韦尔奇清楚地说明了一套有创造力的核心经营要素，解释了怎样利用这些经营要素创造出一个能够以小公司常有的急切和热情，充分利用公司的各种资源，努力树立最佳管理实务典范的新型公司。

通用电气是世界最大的公司之一。韦尔奇把它从分布零散的350家制造厂和主要的产品线改造为所谓的“综合性、多元化公司”。韦尔奇认定只有当每一个制造厂都可以在其特定的市场中名列一二，通用电气公司才会从其多样性中获得成功。通过“定位、销售或关门”的政策，韦尔奇引导通用电气公司在许多经营业务上占据了领先位置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司不断地寻找有效的办法提高工作效率、实现更高的工作目标，共同的渴望所凝聚的文化将这些零散的制造厂合并成一个大的公司。

通用电气公司的股东从这种无边界公司文化和整合性多元化中获益良多，在韦尔奇任职期间，公司的净资产年均回报率超过24%。数十万通用电气员工也从革新的管理系统中获得收益，他们可以获得内部奖励，还能够得到公司的认可和赏识，因此更积极地投入到工作中去。许多人从通用电气走出来后继续领导着其他公司，如联信公司前CEO、和韦尔奇合作撰写许多信函的拉里·博西迪。

通用电气公司创造或采用的想法为其他公司和管理者所称颂。通用电气将无边界管理贯彻得十分彻底，并与世界分享了它的理念。韦尔奇指出，通用电气的一个基本准则是将资源配置视为一个动态的过程：“有时，公司会从美元、理念和人才的净进口中获得收益；而有时，会为了公司整体利益要求以上要素的净出口。”

在韦尔奇在职期间，通用电气公司收获的荣誉无数。在1998年和1999年，《财富》杂志将通用电气誉为“美国最受尊敬的公司”；同年，《金融时报》称之为“世界最受尊敬的公司”。《时代》杂志高度赞誉该公司，将其称为“世纪公司”。1999年《商业周刊》调查称，通用电气公司拥有最好的股东。1999年，韦尔奇在致股东信函中提到，托马斯·爱迪生也会为他100年前创建的公司感到高兴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

韦尔奇的信函中不仅仅包含有关通用电气独特文化发展的第一手资料，还反映了韦尔奇的想象力、活力和宽广的视野。这些信函具体说明了渗透于通用电气文化中的价值观、如何实现这些价值观、由之产生的成果、使上述一切变为可能的领导才能——创造精明的投资人和智慧的经理人的伟大源泉。

核心的经营要素

韦尔奇期望建立无边界公司，将公司分成几部分的人工筑成的墙壁终将被摧毁。整个企业是一个团队，责任由大家共同承担。无边界文化中不会再有诸如“不关这个部门的事”（逃避责任的常用方式）这样的借口。在这种文化中，韦尔奇创建了“一个巨大的实验室，其主要产品是新的想法”。一处想出的点子可以为他处所用。

外部边界也在这种公司文化中轰然倒塌。员工通过自愿的工作融入公司更广泛的活动中去，公司参与到拓展的操作计划中去。知晓如何才能更好地服务于顾客、共同投资人、经销商等，通用电气吸引了公司的利益相关者。通用电气既强调向公司内部学习，又强调向公司外部包括向供应商和竞争对手学习。

边界阻碍了公司的发展，扼杀了创造力，使公司的运营变得复杂。打破边界使通用电气公司能够在韦尔奇其他三个核心的经营要素：快速、突破极限和简单化的引领之下蓬勃发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

速度因管理上的变化而得到提升。团队合作加快了速度，大大提高了全公司上下的业绩。例如，通过缩短从订货到汇款的循环，速度的提升增加了库存周转次数。对于如通用电气这样规模的公司来说，库存周转次数的改善可以带来10亿美元用于投资的现金。

提高速度带来的“乐趣和兴奋”有助于极限的突破，也就是设立超凡的目标。比如，如果你认为在下一个循环库存周转次数可以增加一个百分点的话，那么就将目标定为两个百分点。无边界文化是实现极限目标的关键，因为它强调了公司绩效是由“实现‘不可能的目标’的努力程度”来衡量的。

突破极限改变了公司中很多传统的实践和激励机制。在许多公司，经理人设定目标，是否能够完成目标是评价其业绩的标准。公司鼓励他们设定适度的目标。在突破极限背景下，鼓励经理人设定极其宏伟的目标，然后对比其目标设定前后表现对其做出评价。简而言之，“公司的绩效应以公司经营最终情况而定——它是否求变、如何求变——而不是依照一些‘计划’或者早在一年前就商定好的内部数字”。

提高速度还有突破极限与无边界环境的最后一个核心的经营要素——简单化——相得益彰。无论是在企业组织结构图中、沟通中，还是在目标设定中，复杂化都会阻碍速度的提升，以及极限目标的突破。复杂化与无边界文化格格不入。简单化培养了自信心，员工可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

设定直接计划、坦率地发言、确定“远大而清楚的目标”。源自简单化的清晰明了还有另外一个优点：有助于速度的提高。如韦尔奇所说：“简单的信息会传播得更快，简单的设计会更早地走向市场，消除杂念才会更快地做出决定。”

实施

通用电气通过实施核心的经营要素：快速、突破极限和简单来获取丰硕的果实。成功的关键是整合性多元化的理念。

对于通用电气公司来说，实现整合性多元化需要两个必要的步骤。其一，仅保留在各自市场名列一二的部门。每一个企业都需要凭借自己的力量变得强大。企业聚集会产生“竞争优势临界值”。利用竞争优势需要精简公司管理结构，为此，韦尔奇削减了公司先前臃肿机构中的多余管理人员。精简机构提高了生产率，各部门的合力远比庞大的数量更有意义。

通过一项名为“群策群力”的策略，韦尔奇寻求并获得了公司每位员工（还有一些公司外部的人）对公司的投入。早在克林顿在美国政界再次宣传社民会议（town meeting)概念之前，通用电气公司就已从有此特定问题的部门获取了意见并付诸实践。这种方式不仅最有可能找到最佳的解决办法，还通过参与建立自信心，通过消除阻碍了提高速度和突破极限的因素（如狭隘主义）保持安全和稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在无边界文化中除了上述实践以外，韦尔奇还教导繁荣的企业要选好领导人。他定义了四种管理者。前两种很容易：第一种既能实现经营目标又能认同公司价值观（而且一直如此）；第二种既不能实现经营目标又背离了公司价值观。第三种是没有实现经营目标但恪守公司价值观。第四种最为狡猾：能够实现短期的经营目标但反对通用公司的价值观。这样的管理者非但没有遵循公司无边界价值观、激励激活员工朝更高的创造力和生产率努力，反而控制、压制、威胁、榨取员工。为了解决第四种情况，韦尔奇在评价管理者时比起实现短期的经营目标来看，更强调公司的价值观，故而这类管理者不会在通用电气出现。

通过加强无边界和提高速度/突破极限的文化，奖励和表彰体系将管理素质与公司的价值观紧紧联系在一起。韦尔奇在职期间，通用电气公司有资格获得认股权的员工从400人增至近30 000人。在公司大型会议上发言并不是因为职位等级高，而是因为“他们知道的可以被分享、借鉴以及扩展”。

最后，通用电气的“360度评估反馈”不仅通过上司，还要通过下属和并肩工作的员工来评价管理者。这一评估方式使公司的领导人注重“寻找并奖励确有能力使公司中所有人不断寻求新想法的人”。

文化的果实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通过整合性多元化理念和群策群力的策略，核心经营要素实施的具体结果产生于克罗顿维尔企业管理学院和公司车间。其中最佳的做法为世界各公司竞相效仿，成为了韦尔奇的通用电气的特征。克罗顿维尔企业管理学院是管理思想和商业思想产生的源泉，在几十年间创造出许多伟大的思想，并将之与通用电气和全世界的商务人士分享。

韦尔奇特别提到“群策群力的智力支撑是员工参与、信任、激励自主——这些只不过是老生常谈”。然而他进一步说，通用电气的“差别就在于公司上下每天都恪守着这样的信念”。通用电气把这些观念化为实现战斗胜利的竞争武器，而不仅仅将之“刻在咖啡杯或T恤上”。

根据韦尔奇的描述，克罗顿维尔企业管理学院融合了“对学术的渴求和小型的、迫切发展的公司的行动环境”。通用电气思想文化如此繁荣的原因是其有一套思维模式，这套思维模式与被称为“高速列车思维”（bullet-train thinking)的提高速度、突破极限的核心经营要素紧密联系。“高速列车思维”的说法由横河电机公司CEO提出，意为如果你想要火车的速度每小时增加10公里的话，加大马力；如果你想要翻倍的话，请打破常规的想法，设定更宏伟的目标。

互相学习的文化下的公司往往最终建立了其他的机制，加强了核心经营要素。考虑一下通用电气信奉的、依然显示着提高速度及突破极限的信念的两个重要思想。第一是韦尔奇说的同屋办公制度（co-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

location)，这是“最终的无边界行为”。它意味着推倒壁垒，在一个房间进行各种公司业务。所有的项目参与方都要同时参与，包括设计阶段，包括生产人员、营销人员以及供应商和顾客。第二是快速反应战略（quick response)，它可以缩短周期、清除职能部门间的障碍。同屋办公制度大大减少了平均库存，相应增加了库存周转次数。

互相学习的文化有助于实施核心经营要素。需求流动技术（demandflow technology)由通用电气的客户美国标准公司提出，其目的是迅速增加库存周转次数，朝通用电气的目标努力。快速市场智能（quick market in-telligence, QMI)是沃尔玛运行机制的一种方法，在该机制的作用下每周都可以得到顾客的反馈，它要求充分利用创造性思维和跨功能型团队，为成本降低扫清障碍。

六西格玛质量标准也许是韦尔奇在通用电气公司倡导的最著名的理念了。它意味着“消除每一件产品的缺陷，使通用电气每天在全世界的生产、交易零缺陷”。这并不是口号，而是一种测量标准：它意味着“在每百万个生产环节或服务流程中，缺陷要少于3.4”。韦尔奇报告说，美国公司牺牲了10%~15%的企业收入，平均值为3或4个西格玛，这几乎是完美品质。

在被创造性地称为黑带大师、黑带、绿带的质量专家的引导下，六西格玛管理详细剖析每一个环节，改善公司主要关注点，如提高客

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

户生产力、减少客户资本支出，提高通用电气公司的“质量、速度和效率”。

1995年发起的六西格玛质量标准像“野火”一般蔓延了通用电气公司，通用电气为之投入上亿美元，并因此获得极大的回报。例如，1997年六西格玛给公司的营业收入增加了30亿美元，1998年增加了75亿美元，1999年增加约20亿美元，影响还在继续。通用电气从前的利润率约为10%，但是在六西格玛的作用下，利润率升到15%~17%，甚至更高。

这实现了韦尔奇长久以来的梦想：建立一种新型的公司，既似大公司般有丰富的资源，又如小公司般有永不满足的胃口。韦尔奇否认通用电气是联合大公司，其模式与之截然不同，只要求公司秉承精力、活力和创造力，在商界中名列一二，在经营中创造思路，并将其向别处推广。

群策群力和无边界推进了六西格玛，创造了互相学习的文化。由此，通用电气公司比其他同规模的公司更迅速地进入电子商务，发展得也更深更广。通用电气从电子商务中获得数十亿美元的收入，但是韦尔奇特别提出，因此带来的变革的意义要更深远。

在提到为何网络革命始于小型公司而不是像通用电气这样的资源丰富的大公司时，韦尔奇推测这是一个未解之谜。无论如何，在通用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

电气，人们不用花太久的时间就可以克服对电子的恐惧，进而将整个公司数字化。韦尔奇说电子商务完全适合通用电气，这项任务完成得比想象的容易得多。

领导力

在建立在提高速度、突破极限、简单化基础上的无边界文化中创造、实施、收获需要领导力。成功的领导的关键是认识到在任何组织机构中人都是最重要的。韦尔奇一再强调这一特征，这也是群策群力的本质、最佳行动的基石、高层管理团队的必要条件。

领导者要始终保持警醒的头脑，他们必须直面现实和结果，必须要避免一味的空想、浪费宝贵时间。同样重要的是，领导者一定要鼓励其团队也要这样做。要想使像通用电气这样庞大的公司拥有小公司的活力，需要“激情、渴望、求变的心、以客为尊，尤其重要的是要迅速而清楚地看清事实并即时对其做出反应”。韦尔奇断言要想实现这一切，领导者需要培养一种文化，在此文化中，一切“都要看员工自己——他们的想法、干劲以及对胜利的激情”。

有效领导者的价值观与其领导的团队的价值观相同。共同的价值观将通用电气的大规模和多样性联系到一起。这些价值观包括：用顾客的满意度来衡量业绩；不断改变自己、改变公司；坦诚地沟通；承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

认公司既是单一的实体又是不同子公司构成的合体的事实，接受兼顾两者的管理方法。

通用电气的进取精神源于韦尔奇所称的“21世纪商业领袖的独特品牌——通用电气的A类人才”。这样的领导者“有想法，能够将自己的想法清楚地说给员工们听，能够鼓动人、笼络人，使领导者的想法能真正成为员工们的想法”。这样的领导者体现了通用电气领导者的4E特征——活力、激励能力、决断力和执行力。换句话说，他们体现了极大的个人活力、激励别人的能力、“对麻烦的是非问题做出公正的决定的天性和勇气”、“落实工作任务的能力”。韦尔奇认为，最好的A型领导者就像最佳的教练：他们所带的队伍实践着与之相同的价值观。

韦尔奇在集合了大公司与小公司优势的通用电气发展了一种充满创造力的文化——一种消灭了阻碍公司发展的官僚主义的文化。无边界管理快速地驱使人们形成团队。群策群力策略有助于产出、捕捉好的想法。这样的公司文化和管理过程描绘出通用电气公司的特征：恰如其领导者一样，通用电气是一个注重行动的公司。

初露锋芒

沃尔特·迪士尼公司不是仅靠米老鼠一个卡通形象经营下去的，其CEO迈克尔·艾斯纳深知这一点。从1984年开始接管迪士尼，艾斯纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就像沃尔特·迪士尼——迪士尼公司的创始人一样努力经营迪士尼公司。包括动画片、电影、广播电视、相关书籍和大型主题公园的多产业经营让艾斯纳在这个价值数十亿美元的公司管理中时时保持警醒。

在艾斯纳写给股东的信中，艾斯纳总结了他对管理的一些看法以及使公司在时代变化和经济逆境中仍能够繁荣发展的策略。他对于迪士尼公司一些产业（如动画、电视、欧洲迪士尼乐园和传媒网络）的直接评论显示出信任、创造力和领导力。艾斯纳详述了像迪士尼这样备受公众关注的大公司在经营中遇到的一些特别的问题。

更大的变革

艾斯纳将其全部经营理念概括如下：“只为真正重要的事情召开会议。”情况与韦尔奇的通用电气相似，迪士尼公司的大会为“协作会议”，聚集了公司每一个部门的领导人和高级管理人员，大家共同分享彼此的想法，每一个部门的亮点都可以被其他部门借用。迪士尼公司宣扬协作精神，所有参与者都希望自己的协作精神以及在协作中表现出来的创造力可以给同事们以深刻的印象，因此他们努力为公司会议做准备，效果惊人。

协作会议体现了迪士尼基于四个目标基础之上的总体战略。第一，增加股东财富，同时以合乎道德的方式履行对迪士尼公司员工的责任。第二，“依靠优异的工作表现提高生产率”，强调“最高的标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

准产生最好的结果”。第三，“集中精力，继续创造性领导”。第四，“强调质量和创新的战略方向”。

这四个基本目标对于抓住机遇面对变革带来的挑战来说极其必要。艾斯纳说：“变革是增长的引擎，是创造力的源泉。”变革改变了我们的生活，也改变了迪士尼。艾斯纳特别清醒地应对技术变革。常有人宣布一种领先技术的诞生，以及随即带给某个产业的厄运，正如有500个频道的电视的诞生带给娱乐产业的压力一样。

艾斯纳欢迎技术变革，他将上述担忧与电视刚刚出现、人们预测电影业的衰退时沃尔特所面临的情况相对比。迪士尼并没有因为电视技术的发展而停止任何业务，相反，电视给迪士尼产品带来新的机遇。对于那些富有创造力又肯努力的人来说，这样的技术变革以及其他方面的变革意味着机遇，而不是淘汰。

当然，在发生棘手的问题的时候，必须要想办法解决，但是如果能够在此之前——在蓬勃的经济时期——将问题解决掉就更好了。艾斯纳这样想，迪士尼也是如此运营的。尽管艾斯纳从不愿用“抗衰退”这个词去描绘当时的迪士尼，但是他在艰难的经济时期，用能力和策略一点一点解决问题确是不争的事实。

在20世纪80年代一片繁荣的经济环境中，许多公司变得目光短浅，相继走上危险之路，不过，这当然不包括迪士尼公司。它没有做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过多的资金投入；没有争取不需要的东西；保持资产负债表干净、公司经营稳健；实现内部增长；培育核心价值观，保护了特别经营权；避开与别的公司结盟，以免损害迪士尼品牌的利益。

当然在机会来临的时候，就算是保守的公司也必须要准备充分地把握利用。苏联和东欧的政治变革打开了巨大的新市场。迪士尼通过欧洲迪士尼乐园以及电视节目渗透到了东欧国家。

通过逆境和机遇，艾斯纳细述自己面对的挑战与五六十年前沃尔特·迪士尼所面临的挑战的相似之处。1940年迪士尼年度报告中列出的挑战与1990年列出的挑战存在惊人的相似：诸如战争、工作室扩张、电影生产的扩大、外汇波动和对创新性人才成本的控制。上面的所有挑战50年后再次出现，包括很难为投资大众提前预料到的战争。

迪士尼对抗衰退的方法来自于多方面的共同作用，包括强大的品牌效应、保守的财务行为以及严格遵守以内部扩张为主、通过谨慎收购实现的选择性扩张为辅的公司发展方针。当需要保护本国环境下的产品传递的方式途径时，对外扩张不失为一个审慎的选择。对外扩张常通过技术来实现，但是艾斯纳说他绝不会让迪士尼因为技术的原因而投资于技术。

艾斯纳说迪士尼的工作重点一定是其娱乐品牌所涵盖的内容，而不是其传递机制。他认为马歇尔·麦克卢汉的“媒介即讯息”之说已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过时了，也许在刚提出时适用，但是此时已非彼时，目前世界上存在着各种各样的传递机制——无数的广播网、独立电视台，以及越来越常见的家庭视频、卫星和互联网。他观察说：“从荷马、莎士比亚时代到现在，重要的从来都是故事的内容和讲故事的技巧，而不是用什么样的媒介。”

即便是这样，艾斯纳仍然雄心勃勃地率领迪士尼涉足互联网。迪士尼主要的产业包括一些最常被访问的网站：娱乐网Disney.com；体育网ES-PN.com；新闻网ABC.com。在最初的与领先的技术公司Starwave的合作，以及之后与最受欢迎的网络搜索引擎Infoseek的合作之后，迪士尼创建了GoNetwork——用来收集并提供迪士尼各产业信息的门户网站。

魔力和老鼠

艾斯纳解释说在20世纪80年代初许多人认为动画产业濒临死亡，即将成为一门失传的艺术。罗伊·迪士尼并不这样认为，他证实说如果处理得当的话，动画产业会充满魔力。正如艾斯纳所说“魔力是迪士尼的精髓”。迪士尼成功地复兴了动画产业，其原因在于它的两部分策略。首先，它成功地将经典剧集搬到新旧舞台上——先在剧院，然后在迪士尼频道和家庭视频。其次，迪士尼开始制作电影动画。迪士尼的尝试引起了轰动，产出很多了不起的电影，如《谁陷害了兔子罗杰？》、《小美人鱼》、《美女与野兽》、《阿拉丁》、《狮子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

王》和《风中奇缘》。迪士尼在20世纪90年代制作的《泰山》获得了巨大的成功，成为迪士尼动画制作史上第二成功的电影。

这些大片甚至超越了迪士尼的经典角色米老鼠，使迪士尼将公司定位于服务家庭市场上。这使迪士尼免于许多其他商业定位电影公司所面对的经营时好时坏的窘境。电影制造业是高风险的行业：一部电影可能投资数亿，但并不一定有任何回报。因此，多数大的电影公司每年会拍摄十几部甚至更多的电影，希望大卖的影片可以抵偿失败影片的损失（类似于20世纪90年代末、21世纪初的网络公司投机者的方法）。

迪士尼解决一些行业问题的策略是强调成本控制和题材的选择，具体有两种方法。第一，迪士尼强调定位于家庭的品牌认同。这为迪士尼创造了特别的商机，迪士尼经营也不再仅靠漫无目的地碰运气。第二，迪士尼的品牌认同同样赋予其在真人电影和电视业的经营优势，《岳父大人》、《摇篮惊魂》、《修女也疯狂》都为迪士尼赢得了巨大的成功（想想《玩具总动员》、《世界末日》、《马语者》以及《心灵捕手》，迪士尼出品的优秀电影真是不胜枚举）。

电视业要比电影业更艰难，不过迪士尼再次借用其在动画产业上的影响力克服了电视业的巨大挑战。迪士尼频道是迪士尼公司推出动画片的主要阵地，也给予了其在电视业竞争的优势，迪士尼频道的用户数量超过了其他竞争频道的数量。至1995年收购美国广播公司之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前，迪士尼公司利用网络推出了数不胜数的成功的影片，包括《美化家庭》、《金色女孩》以及《空巢》。后来借助美国广播公司热播节目“谁想成为百万富翁”而获得巨大收益。艾斯纳说：“（节目）已超过普通的电视节目，步入文化领域。”

如果说魔力是迪士尼的精髓的话，米老鼠就是魔力的具体体现。米老鼠的无敌魅力不由得让艾斯纳想到一个有趣的问题：“米老鼠、迪士尼，究竟是谁成就了谁？”这个问题真的很难回答。从逻辑和时间顺序上看，自然是迪士尼公司先成立，但是米老鼠却是迪士尼公司的真正起点。艾斯纳引用了沃尔特·迪士尼的话：“记住，一切都始于一只老鼠。”从艾斯纳介绍迪士尼如何全力筹划1992年米老鼠的65岁生日中可知老鼠的神话还在继续。

艾斯纳和迪士尼公司近年来遇到的最大的挑战是欧洲迪士尼乐园的发展。建立主题公园这一雄心勃勃的计划酝酿了好几年。在此期间，艾斯纳表达了高度的希望和极大的乐观。随后的争议让计划一拖再拖，毫无进展，希望渺茫。但是从长远角度考虑，艾斯纳和迪士尼公司一路坚持，促成了欧洲迪士尼乐园的成功开放。艾斯纳承认困境、解释错误的坦诚充分显示了投资人极其重视的可信赖性。

众目睽睽下的管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

欧洲迪士尼乐园承担了很多压力，但是美国文化史上许多公司的计划活动都是如此。公众的关注为迪士尼带来了特殊的管理问题。迪士尼公司一力承担了错误，也因此获得了公众的称赞。在艾斯纳的管理之下，迪士尼经常跻身于世界上最佳娱乐公司、最佳管理以及最赚钱的、财务最稳定的娱乐公司之列。1991年，迪士尼加入了道琼斯指数，成为了美国（及世界）公司财务状况晴雨表上唯一的娱乐产业代表。

艾斯纳将这些成绩归功于他的整个管理团队，还有他深情地称之为“迪士尼全体演员”的所有员工。艾斯纳传递给迪士尼员工的精神与公民道德和公众精神产生了共鸣。从1991年在沃尔特·迪士尼世界20周年庆典上为艾滋病筹集研究经费，到1997年为洛杉矶的某剧院提供资金支持，再到在全公司范围内实行健全的环境政策，迪士尼一直以公共利益为重。迪士尼是教育事业的主要支持者，曾经将教师在社会中起到的重要作用改成剧本搬上舞台，并在平息1992年洛杉矶暴动中慷慨解囊。

艾斯纳高得离谱的认股权一直是极具争议又很棘手的问题（比如他解雇在迪士尼任职仅14个月的天才级经理人迈克·奥维茨的决定花掉公司几亿美元的遣散费）。如此高的认股权下，有必要彻底审查他及所有经理人的情况。艾斯纳对此不以为然，辩称他在迪士尼的业绩解释了一切。同意他的观点与否，依赖于你的主观判断。一些投资人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能够根据仲裁和艾斯纳个人的辩解做出评判；关键是他的解释会告诉你是否可以把资金托付给他。

信任

可口可乐公司是全球最著名的公司之一。当时的可口可乐公司在已故CEO戈伊苏埃塔的领导下始终坚持以下三个要点：创造价值、强化公司商标、着眼未来。这三个要点铸就了可口可乐公司——从当时10多年前戈伊苏埃塔刚刚成为CEO时的40亿美元的公司，到1997年他过世时发展成的1 500亿美元的公司。戈伊苏埃塔热情而明晰的文章，以及一些与他的前得力助手合作的文章，解释了其原因。

先看看当时的一些数字。在1995年和1996年可口可乐连续两年领跑《财富》杂志财富创造者排行榜。在1995年末，其市值为930亿美元，股东财富比前一年增加380亿美元。到1996年年末为止，这一数额已上升至1 310亿美元，又增加了380亿美元。在1976年，可口可乐的财富在上市的美国公司中名列第20位，在1995年跃居第四，在1996年名列第一。1995年和1996年，可口可乐公司股票的总收益率超过40%，而在过去的15年，其复合年均回报率为30%（包括红利再投资）。从1980年至1995年，可口可乐公司的股票价格以年复利率24%的速度增长，股东财富增加近890亿美元，相比道琼斯指数增加12%，相比标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

普尔500股价指数上涨11%。可口可乐从1981年至1990年均总回报（包括红利再投资）为37%，其中1986~1990年为34%。

戈伊苏埃塔一再强调如此多的引人注目的成果的原因是销售数量的增加。从1985年到1995年北美地区以年复合增长率8.2%的速度增加，而在美国的增长速度为4.2%（全行业为2.7%）。在1996年，可口可乐再次刷新纪录，全球销售增加8%，达到137亿箱。可乐销售增加了4.5亿箱（1995年增长6%），而雪碧增加了1.38亿箱（增长13%，实现第三个连续两年双位数增长）。

股东利益导向和长远打算

戈伊苏埃塔的经营理念是要为永不停歇的发动机加燃料。他将自己看做是股东资金的管理者，始终从股东的利益出发组织公司行动。他说："销售数量的持续增长是创造经济利润的基础。从经验可知，这也是（股东投资）价值增加的关键。"在戈伊苏埃塔的领导下，可口可乐公司重点抓主营业务，采用较长投资期。在长期不懈地创建可口可乐品牌的同时，戈伊苏埃塔也为可口可乐公司树立了另一种形象：一个不懈追求，誓将更多的产品销售给全世界更多顾客的公司。

戈伊苏埃塔相信"产生持续强劲的短期结果的最好方式是要有长远打算"。可口可乐公司在20世纪80年代和90年代的长期目标是在未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来的10年逐步建立一个“能够保持强劲的盈利增长态势的全球性商用机器”。

品牌创建

建立全球业务的基础是可口可乐的品牌，它“不仅有广泛的吸引力和可及性，还满足了人们渴望焕发活力的基本需要”。要想让人们选择可口可乐，建设品牌是关键。对于戈伊苏埃塔来说，品牌实力不仅仅是将产品推向市场、在市场调研和资产负债表中有着不俗的表现。戈伊苏埃塔用“能够控制溢价的能力”来定义品牌实力。

建设品牌实力不需要耍花招，尽管不乏有企业滥用品牌实力，其产品的价格-价值比使其为市场所排斥。戈伊苏埃塔没有让可口可乐公司犯下这样的错误。他带领公司不断地想办法通过多样化的产品增加品牌实力，“要让产品各具特色”。多年来，可口可乐公司使用AAA策略推动品牌建设，即产品的可用性、可购性和可受性。这一方法收效显著，不过在1995年，戈伊苏埃塔将AAA策略发展为PPP策略，也就是：无孔不入的渗透（而不仅仅是可用性）、对顾客的产品价格-价值比（而不仅仅是可购性）和首选性（不仅仅是可受性）。

稳健财务结构

可口可乐公司巨大成功的另一个基础是戈伊苏埃塔采取了稳健的财政政策，典型的范例是1994年关于在可口可乐公司实行“财务改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

革”的决定。注意到可口可乐的财务政策在80年代就已趋僵化——“坚硬的外壳极大地限制了公司的活力”——戈伊苏埃塔在80年代末采取新的政策，使公司重新焕发活力。

戈伊苏埃塔公布了评价可口可乐公司业绩的新方法。经济利润（后称为经济附加值）而不仅仅是税收或收益的增加，成为了衡量业绩的标准。经济利润基于“税后的营业净利和产生这些利润所需资本投入总成本”。

在新的评价体系下，可口可乐公司放弃了一些经营不佳的项目，而把精力集中在核心的软饮料业务上（同时适当兼顾了作为利润丰厚的食品业补充的可乐瓶装公司）。

可口可乐公司有节制地使用债务来增加股东的投资回报率，通过实施股票回购增加每股收益。可口可乐公司在增加了全年股息以使用现金低成本再投资的同时，降低了股息支付率。它对资金进行再投资，扩建了其全球装瓶网，树立了广泛高效的商业系统。戈伊苏埃塔对其他股东非常清晰地解释了所有的举措。

基础设施建设

可口可乐公司的部分投资改善了灌装加工和分配系统。投资不仅提高了目前以及未来的产品销售（同时加强了可口可乐和灌装加工的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

合作伙伴关系），可口可乐随后可以为股东将投资收益以附加利润售出。

戈伊苏埃塔将可口可乐公司在广泛高效的灌装加工和配送系统的投资和发展称为“基础设施建设”，包括继续深化在可口可乐灌装加工和配送系统的投资力度。为了强化这一系统，可口可乐公司使用了从鼓励瓶装公司再投资到直接投资股票并提供管理经验的一系列办法。

通过以上实践，可口可乐公司遍布全球近200个国家，带来数十亿的潜在消费者。在1980~1994年间，可口可乐的潜在消费者的数量增加了一倍多。销售量的增长是维持公司价值增长的要素，这解释了可口可乐公司平均资本回报率近3倍于资本成本的原因。

为可口可乐公司核心业务全球化发展提供助力的还有地域的多元化。可口可乐公司在诸如美国、德国、日本的蓝筹股市场占据了有利——也许是首要的——位置。它还致力于占据如东欧和印度尼西亚等新的广阔市场。加上可口可乐启动的中国和印度市场，市场的广阔性使公司能够“用现在的力量构筑未来”（基础设施建设是可口可乐公司战胜1998年亚洲经济危机的原因之一）。

资源配置

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

戈伊苏埃塔说，在可口可乐全球经营范围内，主要的挑战是如何将发达市场中的资源以最佳的方式划拨投资给稍欠发达的市场。戈伊苏埃塔在1995对一些学生说，可口可乐公司最大的增长潜力在南加州！在匈牙利可口可乐的人均消费量远高于南加州，故而后者更有潜力。

财务改革、基础设施建设以及地域扩张都是为了创建“最好的机器”。此外提出了关于建立推动对品牌世界需求的消费市场的补充方案。该补充方案将为“这部机器装配上独特的动力增长引擎”。它要求可口可乐公司推出特色产品——“与众不同、品质更好、更特别”——不断地增加品牌力量。

戈伊苏埃塔忽视周围的一些不同的看法，比如，有人说可口可乐已占据消费者市场的首要位置，无力再改进了；还有人说有许多了不起的公司已遥遥领先。因为人体每天需要至少1 900毫升的液体来满足生存的需要，戈伊苏埃塔将可口可乐看做是一扇巨大的机会之窗。

戈伊苏埃塔努力把品牌推向世界各地，与此同时促进了产品销售量在美国、日本、欧洲等发达市场的急剧增长。纵向加深品牌实力，也就是从现有的强有力的市场的角度，而非从新市场的角度，需要将力量投入到产品差异化上去。戈伊苏埃塔表示如果出售不动产的要素是位置、位置、位置的话，那么“销售产品的要点就是差异化、差异化、差异化”。许多人因1996年可口可乐看来不可思议的举动大吃一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

惊：它超出了英国两大主要茶饮料公司的销售总量以及法国主要瓶装水的销售量！

学习型文化

可口可乐公司如此实践多年。戈伊苏埃塔在论著中说明了这一点，借以期待在公司上下创造出一种将上述原则制度化的学习型文化。同通用电气的韦尔奇一样，戈伊苏埃塔致力于向可口可乐公司的各利益相关者学习，包括消费者、客户、合作伙伴、竞争对手，甚至还有一些不相关的企业。例如，戈伊苏埃塔的可口可乐公司的团队有能力找到别人看不到的商机。他派人出去考察，不仅仅考察公司的成绩，更要看公司的不足之处。

戈伊苏埃塔还创造了一个了不起的现实：可口可乐为每一个利益相关者都带来了收益，包括：股东、瓶装公司、客户和最终消费者。戈伊苏埃塔尤其强调可口可乐公司与瓶装公司的关系。纵观全世界，曾经支离破碎的瓶装公司依靠如日本、德国等地的各国市场逐渐强大起来，并取得了绝对的竞争优势。对于客户来说，许多餐厅必须要卖掉三个汉堡才能获得与销售一大瓶可乐一样多的利润。可口可乐公司使客户充分地意识到了这一点。

克服经济逆境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

戈伊苏埃塔和他的可口可乐公司克服20世纪90年代初经济逆境的方法是强调长远打算，且保证当前的谨慎经营。在世界经济萎靡不振时，可口可乐公司合理运筹，通过战略定价和成本控制阻止了业绩的下滑，它采取灵活的营销投资决策，有效地利用其资源。在克服经济逆境的过程中，戈伊苏埃塔、基奥及可口可乐公司的其他高层对关注未来、保障当前的策略使用从未动摇过：可口可乐公司历经风雨屹立不倒的原因是既有“恒常目的”又有“不满足于眼前”、想要改变眼前的欲望。

该策略在面对逆境时无疑是很有效的，同时也证实了这样一句谚语：艰难时刻使强者更强。坚定不移地积极投资于长期增长和企业价值，特别是长期投资，就是可口可乐公司蝉联《财富》杂志“美国最受尊崇的公司”称号的原因。

戈伊苏埃塔不愿浪费精力预测经济的未来，他的长远打算在艰难时世帮助了可口可乐公司。我们无法控制一些外部事件，比如“全球经济走势、货币波动和贬值、自然灾害、政治动乱、社会不安、恶劣天气或捉摸不定的股市”，但是戈伊苏埃塔说他本人及可口可乐公司的其他每一位管理者都能完全控制好自己的行为。

公司的管理者不允许自己为外部环境分心。他们能做的、该做的就是使管理团队无论在何种经济环境下都能集中精力处理能够控制的事情：合理调配资源，为未来发展打下基础。未来并非上天注定，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是“有无穷的机会和可能”。他强调面对未来的不确定性，尤其在艰难的经济环境下，真正需要的是希腊人口中的实用经验——“强迫人适应、教会人时刻做好准备”。

实用主义

实用经验也“承认没有什么能完全如计划一般”，重要的是要“务实地适应”新情况。总会发生新情况——变化在所难免。可口可乐公司的商业焦点是如何让公司面对转变。如戈伊苏埃塔所说，很少有大公司如可口可乐公司一般目标明确，或者像可口可乐公司对软饮料的坚持一样坚守固定产品的经营。

戈伊苏埃塔的信函的首要主题是：公司为股东所有。其他所有的主题——通过AAA策略和PPP策略建设品牌力量、打造与众不同的更好更特别的品牌、审慎理财以及目标明确——都服务于投资人是公司所有人的终极原则。

戈伊苏埃塔对所有员工强调说，可口可乐公司的成功在于“为把资产委托给我们的人创造了价值”。这就是可口可乐公司（还有其他公司）存在的原因。可口可乐和其他公司通过“服务于客户和顾客、创造就业机会、给社会积极的影响、服务公众等方式创造的社会效益只有在我们履行为股东创造价值的使命时才会发生”，戈伊苏埃塔如是说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在戈伊苏埃塔离世前不久，他为其管理团队引用了德国诗人、剧作家歌德的一句话：“不管你能做什么，或者梦想你能做什么，开始去做吧。胆识将赋予你天赋、能力和神奇的力量。现在就开始去做。”

戈伊苏埃塔相信胆识造就了成长。他向所有可口可乐公司的利益相关者——同事、客户、装瓶公司的合作伙伴、董事会成员，最重要的是其他的股东们——表示了感激，因为他们对于可口可乐公司管理团队创造价值能力的信任和信心。

企业分析中的市场、数字和公司管理仅能够说明一部分问题，实际上，公司赢得的投资人的信赖也是不可忽视的事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结论：胜利的文化

有套利倾向的读者可能会遗憾，在最后一章中提到的现代巨人CEO们（除了巴菲特之外）包括一个已经逝去的，一个已然宣布退休，而只有最后一个有可能在可预见的未来当权。谁会是下一个当权者？何不指名道姓地点出来？

如果我知道，我也不会说。并不仅仅是想获取多少竞争优势。不，我的缄默正是缘于对本书的顿悟：判断是关键，而我的判断总是会与你的不同。我们的知识能力范围必然不同，我们对过去的诠释不同，我们对未来的预测亦必然如此。若让我来告诉你我心目中谁将是未来的CEO明星就会与本书的宗旨相悖。我的选择与你的判断毫不相干。

回顾第1章提到的大师们，你会了解，正是他们独立的思想、决绝又深刻的判断力将他们引向成功。我本着一个老师或教授的精神（而不是从一个投资顾问的角度）将这些观点和见解加以总结。我期待着您能将本书的知识作为选择股票的基本根据，成为一个有见识、高水平的投资者（若这点做不到的话，至少能选择那些与杰出投资顾问，如格雷厄姆和巴菲特有着相同投资理念的人作为自己的顾问）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

企业分析投资的基本原理可整合成3个分支：财务、会计和管理。财务通常被定义为“资金及其他财产的管理科学”。若你认同财务是一部分科学和一部分艺术的组合体的话，这个定义就是如此。行为经济学可能更应该被称为社会科学，该领域综合了多个学科，包括心理学、统计学、历史和社会学。它对财务的处理方法最有效，因为它承认智力投资是第一分支：格雷厄姆的基本观点即价格与价值完全是两回事。

价值的含义和度量是第二分支，它追求的是对会计领域基本理念的理解需求。长期以来，会计被看成是企业的语言，且经理人在应用会计原理时所需的慎重要求聪明的投资人成为该语言的翻译家。这种慎重被滥用的时候，我们支持那些认为会计是一种心境的人要比支持把会计看做是艺术或科学的人更安全。决算时的顺畅会给你巨大的投资空间，而会话型会计将会使你置身于较高层次的投资级别。

由于市场价格和决算数字对于公司和最终的投资决策来说非常脆弱和不堪重负，因此第三分支就是指管理的可信赖性。中规中矩的、过度的宏观管理原则在此时就起不了太大作用。你所需要的是那种可以开心地托付资产给他的人。鉴别出他们可全是门艺术了。

在股票市场这个大森林中，寻找这三大分支吧。它们将使你避开所谓的疑问文化，并在胜利文化中茁壮成长，这是一种受到格雷厄姆和巴菲特理念滋养的价值导向的投资文化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

致谢

本书的主要观点承袭自本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特的思想轨迹。我固然与格雷厄姆先生无缘一见，但身为后来者，我必须向他致深深的谢意。至于巴菲特先生，我有幸与他相识，从他的著作、言论和谈话中，我汲取了大量知识和见解。尽管本书意在尽量忠实地阐释两位前辈所确立的原理，但他们并不对这些内容负有任何责任，对本书的观点，他们甚至有着不同的意见。

我还要再次感谢巴菲特先生。在他的应允下，我整理了他写给伯克希尔·哈撒韦公司股东们的信，汇集《巴菲特致股东的信——股份公司教程》一书。哈撒韦公司副主席查尔斯·芒格参加了我组织的专题讨论会，对该书做了详尽的分析。还要谢谢此书的热心读者，尤其是大胆采用它作为课堂教材的大学和商学院教授们。好些学生通过这一渠道读过此书，告诉我它有多么可贵。在他们的鼓励下，我才有了撰写本书的动力。

鼓励我完成本书的还包括我在摩根士丹利的朋友们，以大卫·德斯特和约翰·施奈德为首；戴维斯精选顾问公司的克里斯·戴维斯和金玛丽·扎莫特；爱德华D.琼斯金融服务公司；还有其他公司许许多多采用投资分析法的从业人员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从受训资历和职业习惯上看，我是个企业律师；但即便我的学生们也知道，合格的企业律师不仅（也并不主要）需要掌握法律知识，也要懂包括财务、会计和管理在内的商业知识。这一哲学观的形成，要多谢我在Cravath, Swaine＆Moore律师事务所的朋友们、前同事们，以及事务所的客户们。

不是所有的法律工作者都意识到了法律与商业的日渐交叉。卡多佐法学院的同事们无疑很有前瞻眼光，他们非常支持我在财务、会计和管理等看似与法律不相干的领域开展的研究和写作工作。这些同事中，我尤其感谢门罗・普瑞斯，是他通过自己和巴菲特共同的朋友鲍勃・登汉姆，把我介绍给了股神。我还要特别感谢系主任保罗・维库尔和迈克尔・赫兹，是他们允许我休年假，专心撰写本书。

我个人得以拥有横跨上述学科的能力，有赖萨缪尔和罗妮・海曼夫妇的大力帮助。他们俩都是律师（尽管并未执业），也是才华横溢的商业人士、投资家和慈善家。他们慷慨捐建了卡多佐法学院萨缪尔和罗妮企业管理中心，这是一个由我本人指导的项目，旨在开拓上述学科的教学、研究和政策。

我还想感谢我的老师们，尤其是现任亚利桑那大学法学院教授的艾略特・维斯。很早以前，他就要我多关注格雷厄姆和巴菲特的观点，并慷慨地与我分享他的知识财富。此外，多谢维斯教授、乔治城大学法学中心的杰弗里D.鲍曼教授，以及本书出版商允许我使用我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

共同编著的一本教科书的部分素材。此外，我还从我写的另一本教材《财会财务基础——律师用》摘选了部分资料，这里，再次感谢出版商的授权。

我向麦格劳-希尔公司的整个团队表示衷心的感谢，谢谢他们的信任、热情和指导，尤其是肯利·克里斯蒂森、杰弗里·卡拉姆斯和斯科特·艾莫曼。

最后，谢谢我亲爱的妻子乔安娜，她不辞辛劳地对本书手稿做了细致的编辑和修正，并一路给我支持和鼓励。